

海通证券(600837.SH/06837.HK)

国际业务利润下滑及投资收益不佳拖累业绩

核心观点:

- 公司披露 2020 年中报，业绩同比小幅下滑。2020 上半年公司实现营业收入 177.88 亿元，同比-1.58%；归母净利润 54.83 亿元，同比-0.78%。
- 营收利润下滑主要系投资业务上半年表现较弱、投行增速较小及国际业务拖累。①2020H1 海通国际净利润 8.43 亿元，较去年同期 17.07 亿大幅下滑。②投资业务收入 61.12 亿。同比增长仅 1.90%（据中国证券业协会全行业同比+13.24%）。其中投资收益 44.49 亿，同比-5.27%。公允价值变动损益 16.63 亿（主要为科创板跟投及直投浮盈，据测算上半年浮盈为 9.87 亿元）。③投行业务上半年实现营业收入 17.01 亿，同比增长仅 3.29%；据中国证券业协会统计，全行业投行业务上半年同比+28.10%。
- 杠杆率持续提升，年化 ROE8.52%。2020H1，海通归母净资产 1311.33 亿元，同比+7.14%。杠杆率自 2019 年末的 4.51 倍上升至 2020H1 的 4.66 倍。剔除客户保证金杠杆倍数由 2019 年末的 3.68 倍小幅下降至 2020H1 的 3.66 倍。2020H1 整体年化 ROE8.52%，同比下降 6.58pct。
- 营收结构持续重资产化转型。代理买卖净收入 21.94 亿，占总收入的比 12.33%，同比+26.27%。利息净收入 22.09 亿，占 12.42%，同比-1.96%。资管与基金业务合计 16.39 亿，占 9.22%，同比+43.35%。代销金融产品业务 0.41 亿，0.23%，同比+76.91%。其他业务（商品销售）29.53 亿，占 16.60%，同比-36.42%。其它收入 9.39 亿，占 5.28%。2020H1 重资产业务占比 46.78%，较去年同期 46.52% 小幅提升。
- 投资建议。预计公司 2020-2022 年每股净资产为 11.83、12.78、13.72 元，对应 PB 为 1.28、1.19、1.11 倍。考虑到龙头券商溢价、可比券商 2020 年 1.25X-2.20XPB 的估值中枢，给予公司 2020 年 1.40 xPB 估值，A 股合理价值为 16.57 元/股，给予 H 股合理估值 0.8xPB，H 股合理价值 10.69 港币/股，维持 A、H 股“买入”评级。
- 风险提示。权益及占债券市场波动导致业绩不达预期。

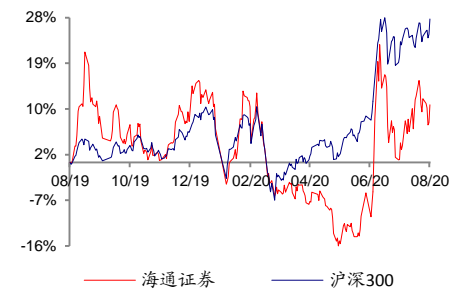
盈利预测:

单位: CNY	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23765	34429	35037	40508	42527
增长率(%)	-16%	45%	2%	16%	5%
归母净利润(百万元)	5211	9523	10089	13308	14111
增长率(%)	-40%	83%	6%	32%	6%
EPS(元/股)	0.45	0.83	0.88	1.16	1.23
市盈率(P/E)	31.10	18.31	17.28	13.10	12.36
ROE	4.4%	7.8%	7.7%	9.4%	9.3%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	15.16 元/7.05 港元
合理价值	16.57 元//10.69 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-08-30

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

相关研究:

海通证券 (600837.SH/06837.HK):自营 拖累业绩表现,拟再融资提升 资本实力	2020-04-29
海通证券 (600837.SH/06837.HK):投资 业务表现亮眼,整体业绩超出 预期	2020-03-26
海通证券 (600837.SH/06837.HK):自营 业绩大幅增长,资本实力提升	2019-10-30

联系人:

陈思宇 020-66336013

qhchensiyu@gf.com.cn

目录索引

一、营业收入与净利润同比小幅下滑	4
(一) 营收同比-1.58%，归母净利润同比-0.78%.....	4
(二) 剔除客户资金杠杆率 3.66 倍，年化 ROE8.52%.....	4
(三) 营收结构持续重资产化转型.....	6
二、营收利润下滑主要系国际业务利润下滑及投资收益不佳.....	7
(一) 海通各项业务同比增长情况.....	7
(二) 业绩同比下滑主要系投资业务上半年表现较弱及国际业务拖累.....	8
三、盈利预测和投资建议.....	10
四、风险提示.....	10

图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比.....	4
图 2: 公司净利润 (亿元) 及同比.....	4
图 3: 海通证券杠杆率 (倍)	5
图 4: 海通证券剔除客户保证金杠杆率 (倍)	5
图 5: 海通证券所有者权益及增速.....	5
图 6: 海通证券加权年化 ROE.....	5
图 7: 海通证券 2020H1 营收结构 (亿元)	7
图 8: 海通证券历年营业收入结构.....	7
图 9: 海通证券历年投资收益 (亿元)	8
图 10: 海通证券历年公允价值变动损益.....	8
图 11: 海通证券投行业务净收入 (亿元) 及同比	9
表 1: 海通证券主要会计及财务指标一览表.....	4
表 2: 海通证券分业务收入 (亿元)	6
表 3: 海通证券各业务收入 (亿元) 及同比增速	7
表 4: 海通证券投行资本化贡献收益测算	8
表 5: 海通期货及海通国际营收及净利润变动	9
表 6: 海通证券 IPO 与再融资规模及市占率.....	10
表 7: 可比公司估值表	10

一、营业收入与净利润同比小幅下滑

(一) 营收同比-1.58%，归母净利润同比-0.78%

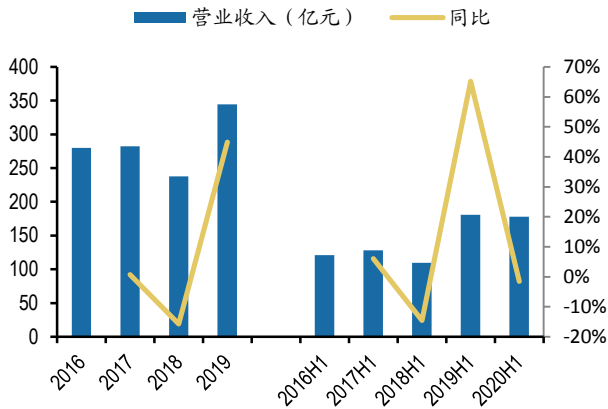
2020年8月28日晚，海通证券发布2020年业绩中期报告。其中：营业收入177.88亿元，同比-1.58%；归属于母公司股东的净利润人民币54.83亿元，同比-0.78%。

表 1：海通证券主要会计及财务指标一览表

项目	2020H1	2019H1	本报告期比上年同期增减
营业收入（亿元）	177.88	180.73	-1.58%
归母净利润（亿元）	54.83	55.27	-0.78%
稀释每股收益（元/股）	0.48	0.48	-
加权平均净资产收益率（%）	4.26	4.56	减少 0.30 个百分点
项目	2020H1	2019H1	本报告期比上年同期增减
归属母公司股东权益合计（亿元）	1311.33	1,223.95	7.14%
总资产（亿元）	6815.47	6,229.07	9.41%

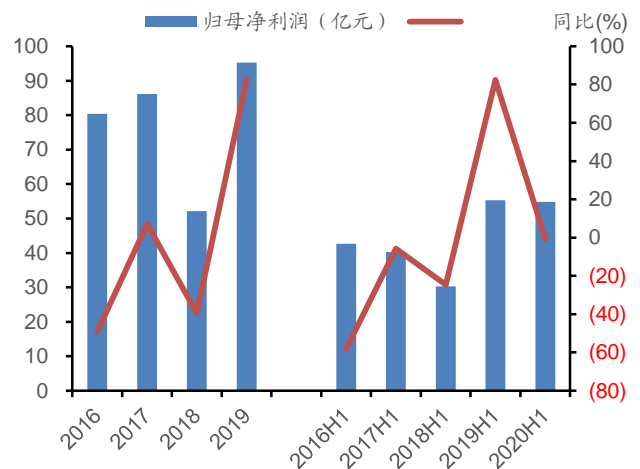
数据来源：海通证券 2020 半年报、广发证券发展研究中心

图 1：公司营业收入（亿元）及同比



数据来源：海通证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

图 2：公司净利润（亿元）及同比

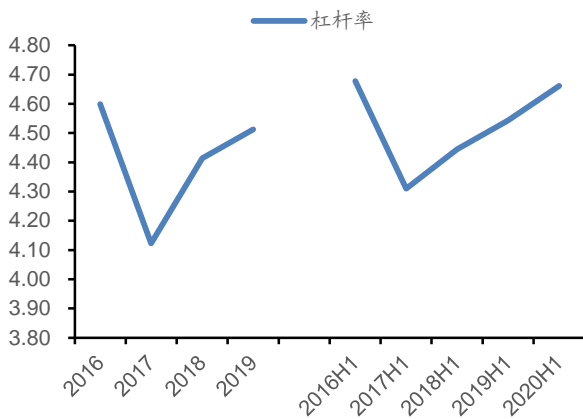


数据来源：海通证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

(二) 剔除客户资金杠杆率 3.66 倍，年化 ROE8.52%

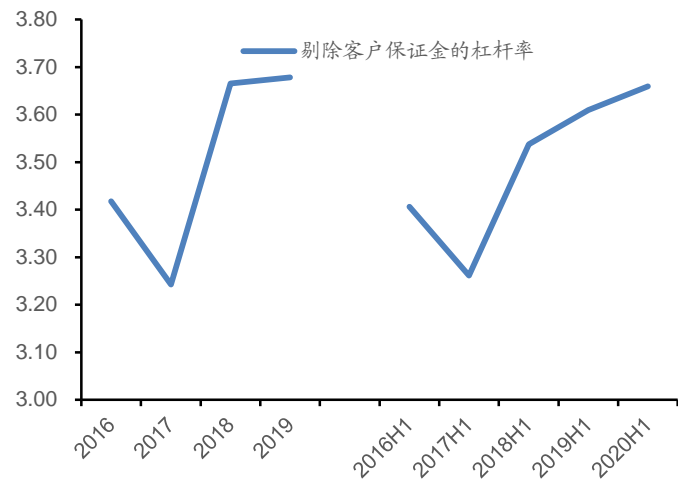
2020H1，海通归母净资产1311.33亿元，同比增长7.14%；净资产1462.30亿元，同比+6.64%；总资产6815.47亿元，同比+9.41%。海通证券整体杠杆率自2019年末的4.51倍上升至2020H1的4.66倍。剔除客户保证金的杠杆倍数由2019年末的3.68小幅下降至2020H1的3.66倍。2020H1整体年化加权ROE8.52%，同比下降6.58个百分点，较2019年末增长0.71个百分点。

图 3: 海通证券杠杆率 (倍)



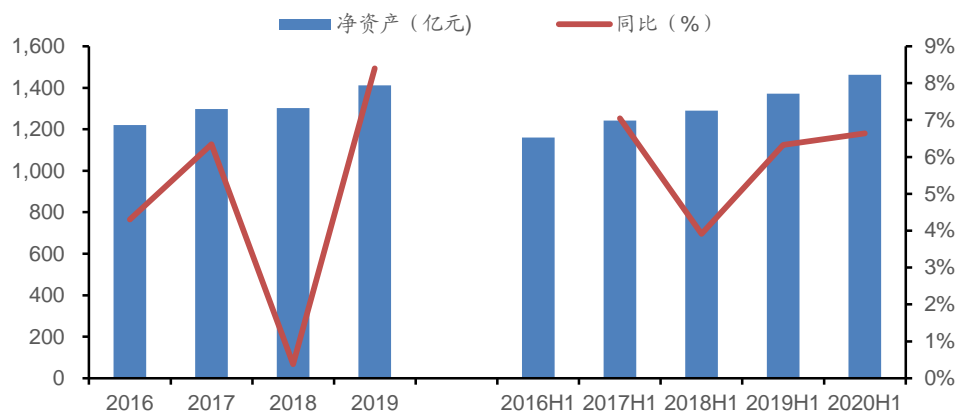
数据来源: 海通证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 海通证券剔除客户保证金杠杆率 (倍)



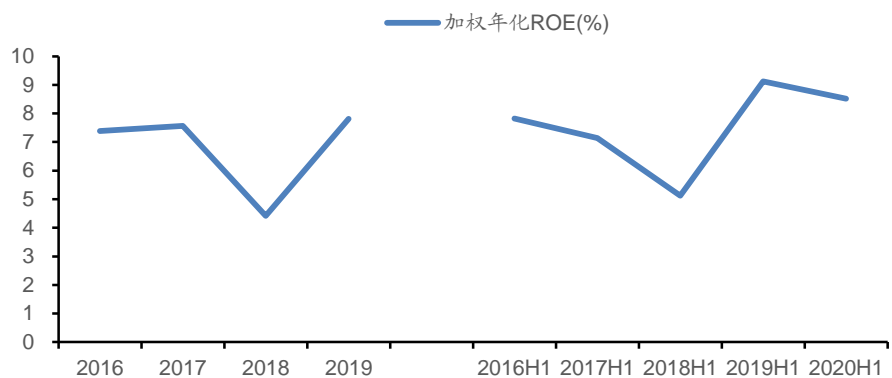
数据来源: 海通证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 5: 海通证券所有者权益及增速



数据来源: 海通证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 海通证券加权年化ROE



数据来源: 海通证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

（三）营收结构持续重资产化转型

2020H1，海通证券营业收入结构如下：

投资业务收入总计61.12亿元，占总收入的比34.36%（其中投资收益44.49亿元，公允价值变动损益16.63亿元）。

其他业务收入（商品销售+出租收入） 29.53亿元，占16.60%。

利息净收入22.09亿元，占12.42%。

代理买卖业务净收入（证券+期货+外汇） 21.94亿元，占总收入的12.33%。

投行业务收入17.01亿元，占9.56%。

资产管理业务净收入总计16.39亿元，占总收入的9.22%（其中资管业务8.87亿元，占4.99%，基金管理业务7.52亿元，占4.23%）。

代销金融产品业务净收入0.41亿元，占0.23%。

其它收入9.39亿元，占5.28%。

近5年间，重资产业务收入占比震荡提升，2020H1重资产业务占比46.78%，较去年同期46.52%小幅提升。

表 2：海通证券分业务收入（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
经纪（代理买卖）	47.48	38.87	29.12	35.20	26.36	16.75	14.50	17.37	21.94
代销金融产品	0.98	0.54	0.93	0.51	0.62	0.26	0.32	0.23	0.41
投行	33.56	33.30	32.17	34.57	14.37	16.30	15.25	16.47	17.01
资管	5.90	6.54	6.92	9.94	2.40	3.00	3.40	6.67	8.87
基金	10.51	14.44	12.32	14.01	3.91	6.12	5.28	4.77	7.52
利息净收入	38.40	36.66	48.20	41.48	20.21	17.43	24.20	22.53	22.09
投资	65.40	113.66	55.35	92.31	25.61	48.73	23.44	46.96	44.49
公允	65.40	-13.29	-20.19	23.69	2.20	-2.60	-5.12	13.02	16.63
其他业务收入	68.41	51.96	66.75	84.28	22.83	21.17	25.11	46.44	29.53
其它	11.80	-0.45	6.06	8.30	2.30	0.94	3.03	2.88	9.39
重资产业务占比	36.23%	48.55%	35.08%	45.74%	39.75%	49.62%	38.86%	46.52%	46.78%

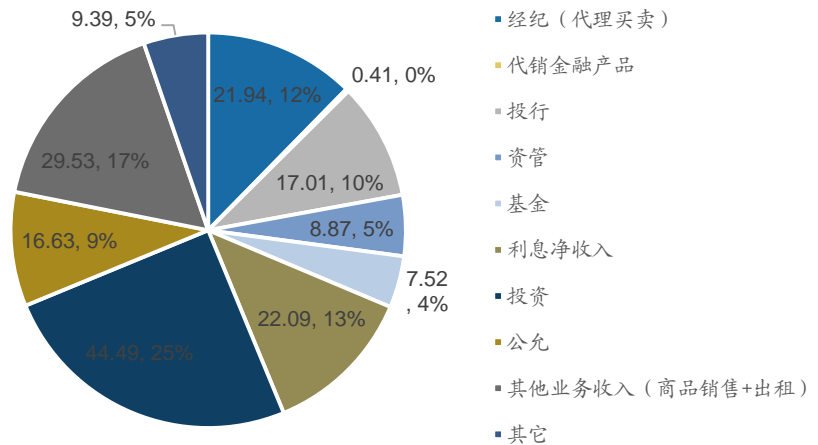
数据来源：海通证券年报&半年报、广发证券发展研究中心

注 1：经纪业务、代销、投行、资管、基金为净收入概念

注 2：经纪业务=证券经纪+期货经纪

注 3：其他业务收入包含：商品销售收入以及出租收入

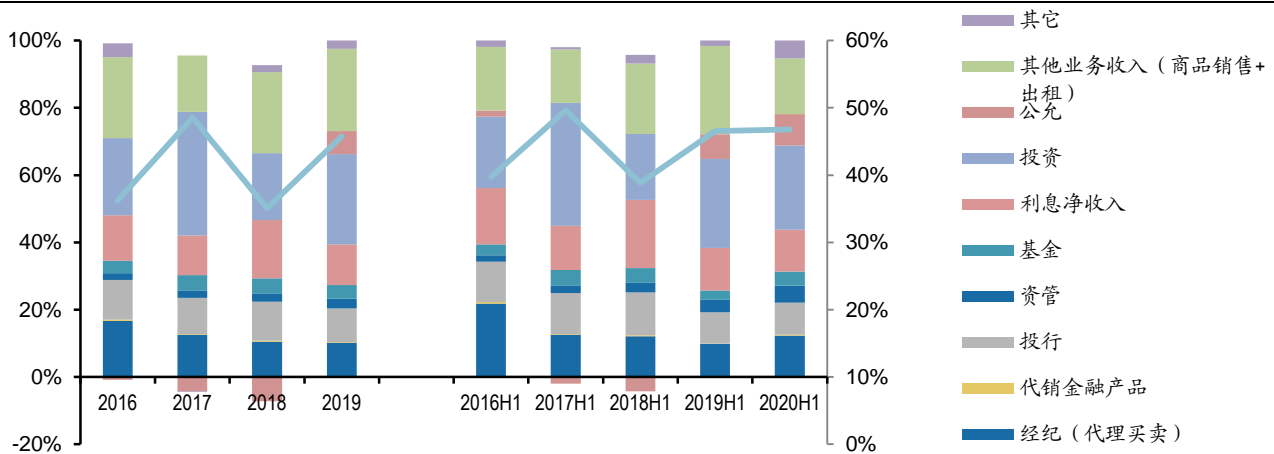
图 7: 海通证券2020H1营收结构 (亿元)



数据来源: 海通证券 2020 半年报, 广发证券发展研究中心

注 1: 经纪业务=证券经纪+期货经纪

图 8: 海通证券历年营业收入结构



数据来源: 海通证券年报&半年报、广发证券发展研究中心

二、营收利润下滑主要系国际业务利润下滑及投资收益不佳

(一) 海通各项业务同比增长情况

表 3: 海通证券各业务收入 (亿元) 及同比增速

项目	2020H1	2019H1	本报告期比上年同期增减
经纪业务净收入	21.94	17.37	26.27%

代销产品业务净收入	0.41	0.23	76.91%
投行业务净收入	17.01	16.47	3.29%
资管业务净收入	8.87	6.67	33.11%
基金业务净收入	7.52	4.77	57.65%
利息净收入	22.09	22.53	-1.96%
投资净收益	44.49	46.96	-5.27%
公允价值变动损益	16.63	13.02	27.77%
其他业务收入（商品销售+出租）	46.44	29.53	-36.42%
其它	2.88	9.39	225.58%

数据来源：海通证券 2020 半年报、广发证券发展研究中心

（二）业绩同比下滑主要系投资业务上半年表现较弱及国际业务拖累

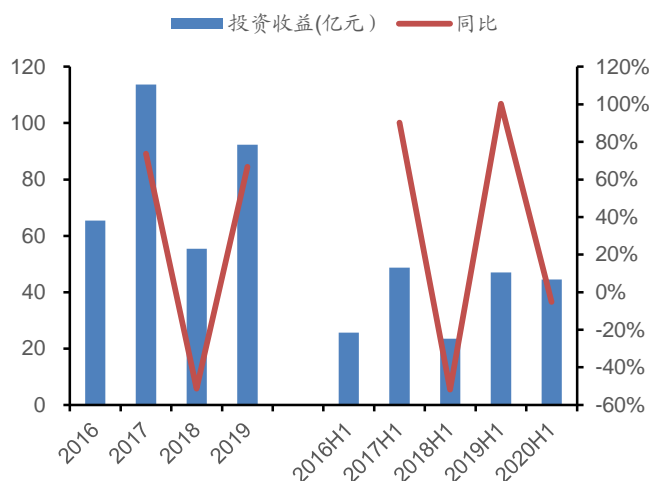
1. 海通证券上半年投资业务（投资收益+公允价值变动损益）仅增长1.90%

2020上半年，海通证投资业务实现收入61.12亿元，同比增长1.90%。据中国证券业协会统计，上半年全行业投资收益+公允价值变动损益同比增长13.24%。

其中，实现投资收益44.49亿元，同比-5.27%；实现公允价值变动损益16.63亿元（去年同期13.02亿元，同比增加27.77%）。

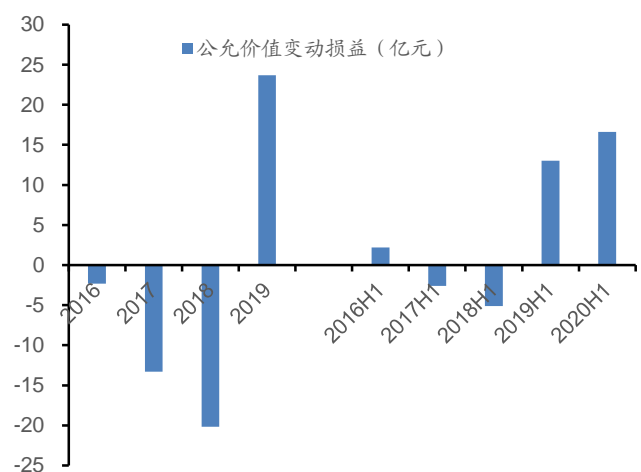
其中，公允价值变动损益部分主要是跟投及直投的科创板项目浮盈（未出售部分，若股权已出售，计入投资收益）。据测算，2020上半年，海通证券投行资本化项目贡献浮盈共计9.87亿元。

图 9：海通证券历年投资收益（亿元）



数据来源：海通证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

图 10：海通证券历年公允价值变动损益



数据来源：海通证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

表 4：海通证券投行资本化贡献收益测算

项目	时间	跟投股份（万股）	2019 年浮盈（亿）	2020H1 浮盈（亿）	2020H1 账面价值（亿）

天准科技	2019	194	0.07	0.02	0.59
沪硅产业-U	2020	1860	0	5.65	6.38
金博股份	2020	85	0	0.38	0.78
中微公司	2019	207	1.31	2.62	4.54
复旦张江	2020	480	0	1.2	1.63
合计			1.38	9.87	13.92

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注 1: 2019 年项目, 2019 年浮盈=(2019 年 12 月 31 日价格-跟投/直投价格)*(跟投/直投股份数)

注 2: 2019 年项目, 2020H1 浮盈=(2020 年 6 月 30 日价格-2019 年 12 月 31 日价格)*(跟投/直投股份数)

注 1: 2020 年项目, 2020H1 浮盈=(2020 年 6 月 30 日价格-跟投/直投价格)*(跟投/直投股份数)

2.海通国际净利润较去年同期大幅下滑

海通国际控股(香港)2020H1实现营收48.46亿元, 净利润8.34亿元(去年同期营收51.83亿港元、净利润17.07亿港元)。

表 5: 海通期货及海通国际营收及净利润变动

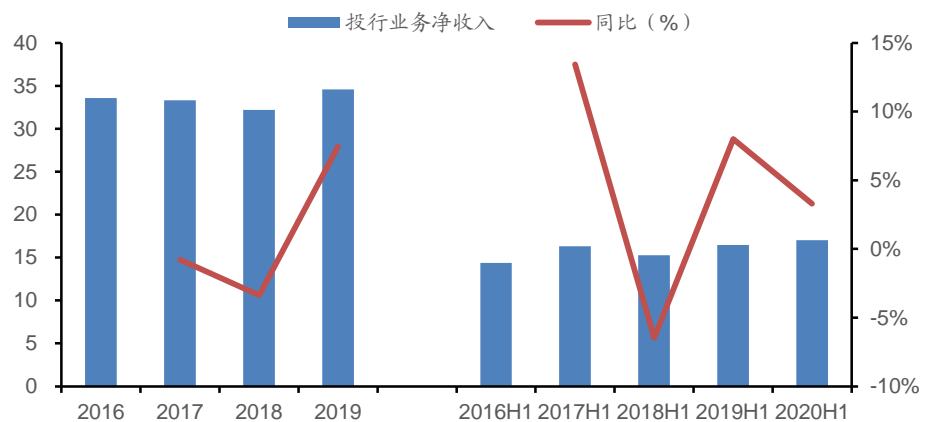
	2019H1 营收	2020H1 营收	同比增减	2019H1 净利润	2020H1 净利润	同比增减
海通期货(亿元)	40.49	2470%	-39.00%	0.78	1.29	65.38%
海通国际(亿港元)	51.83	48.46	-6.50%	17.07	8.34	-51.14%

数据来源: 海通证券 2020 半年报、广发证券发展研究中心

3.投行业务增幅不及行业

2020年H1海通证券投行业务实现收入17.01亿元, 同比增长3.29%。据中国证券业协会统计, 2020上半年全行业投行业务净收入同比增长28.10%。

图 11: 海通证券投行业务净收入(亿元)及同比



数据来源: 海通证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

其中2020上半年实现IPO承销额43.32亿元（去年同期10.79亿元）。再融资规模下滑。

表 6: 海通证券IPO与再融资规模及市占率

项目	2016	2017	2018	2019	2020H1
IPO 规模 (亿元)	3.06	138.14	25.03	34.78	43.32
IPO 市占率	0.20%	6.00%	1.82%	1.37%	3.11%
再融资规模 (亿元)	3250.14	2504.69	3144.51	4219.66	2,557.89
再融资市占率	4.76%	4.42%	5.12%	5.25%	5.65%

数据来源: 海通证券年报&半年报、广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

预计公司2020-2022年每股净资产为11.83、12.78、13.72元,对应 PB为1.28、1.19、1.11倍。考虑到龙头券商溢价、可比券商2020年1.25X-2.20XPB 的估值中枢,给予公司2020年1.40 xPB 估值,A 股合理价值为16.56元/股,给予H股合理估值0.8xPB, H 股合理价值10.69港币/股,维持 A、H 股“买入”评级。

表 7: 可比公司估值表

公司	代码	EPS (元)		PE		PB		ROE	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
招商证券	600999.SH	1.14	1.21	18.23	17.17	1.85	1.77	8.40%	8.50%
国泰君安	601211.SH	1.20	1.45	16.12	13.34	1.25	1.17	7.50%	8.60%
华泰证券	600837.SH	1.48	1.61	14.66	13.48	1.52	1.44	10.60%	10.90%
中信证券	600030.SH	1.21	1.50	25.40	20.49	2.13	2.00	9.00%	10.10%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 盈利预测数据来自广发非银。

四、风险提示

佣金率下滑、投行竞争加大、直投业绩贡献不达预期; 权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升、利率互换、股票收益互换、场外期权、远期交易等场外衍生品交易对手方违约风险等。

资产负债表

单位：百万元人民币

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产	574624	636794	739340	828876	948271
客户资金	68434	82934	104957	125948	151138
自有资金	40055	42694	70961	95094	128719
交易性金融资产	177205	219593	253753	281171	318853
长期股权投资	5313	4943	6344	7029	7971
固定资产	5852	6305	1903	2109	2391
无形资产	1317	1312	1758	1948	2209
商誉	4046	4134	2538	2812	3189
其他资产	272402	274878	297126	312765	333801
负债	444438	495675	587021	664688	772303
代理买卖证券款	71894	87464	104957	125948	151138
其他负债	372544	408211	482064	538740	621165
权益	130186	141119	152320	164187	175969
归属于母公司的股东权益	117859	126091	136099	146703	157230
少数股东权益	12327	15028	16221	17484	18739

主要财务比率

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-16%	45%	1%	15%	5%
归属母公司净利润增长	-40%	83%	5%	30%	6%
获利能力					
净利率	22%	28%	29%	33%	33%
ROA	0.9%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%
ROE	4.4%	7.8%	7.6%	9.2%	9.1%
资产与杠杆					
总资产YoY	7%	11%	29%	12%	14%
杠杆 (A/E)	4.41	4.51	4.85	5.05	5.39
杠杆 (除客户保证金)	3.86	3.89	4.16	4.28	4.53
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.83	0.87	1.13	1.20
每股净资产	10.25	10.96	11.83	12.75	13.67
估值比率					
P/E	31.10	18.31	17.43	13.38	12.68
P/B	1.38	1.38	1.28	1.19	1.11

利润表

单位：百万元人民币

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23765	34429	34908	40081	41985
手续费及佣金净收入	8514	9929	12608	13391	14348
经纪佣金	3006	3571	4899	5071	5020
投行收入	3217	3457	4148	4439	5238
资管收入	1925	2395	2917	3199	3359
投资收益 (含公允价值变动收益)	3516	11600	10428	13529	12561
利息净收入	4820	4148	4393	4870	5874
其他收入	6914	8751	7480	8291	9202
营业支出	-16655	-21053	-20324	-21165	-22044
业务管理费	-9383	-11095	-13868	-14146	-14429
其他支出	-5453	-6956	-5014	-5516	-6068
营业利润	7110	13376	14584	18916	19941
营业外收入与支出	461	496	360	395	435
利润总额	7570	13872	14943	19311	20376
所得税	-1800	-3331	-3437	-4442	-4687
净利润	5771	10541	11506	14869	15690
归属于母公司所有者的净利润	5211	9523	10006	13028	13755
少数股东损益	560	1017	1501	1842	1935
综合收益	4184	11201	11506	14869	15690
归属于母公司所有者的综合收益总额	3093	9859	10006	13028	13755
归属于少数股东的综合收益总额	1091	1342	1501	1842	1935

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 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
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。