

非银金融行业

高水平双向开放推进，多层次资本市场建设持续

● 证券：高水平双向开放推进，多层次资本市场建设持续

金融高水平双向开放推进。“2019 清华五道口全球金融论坛”上，央行副行长陈雨露表示下一步将对标高水平开放的要求，继续推进金融业对外开放。持续推进多层次资本市场建设。证监会对联信证券、金圆统一证券、方圆证券、瀚华证券、华胜国际证券等五家拟设合资券商集中反馈。根据证监会披露，截至 5 月 24 日，共有 18 家合资券商正在排队申请设立。

日本和中国台湾证券市场对外开放的过程显示，合资机构短期内快速增加但随后减少，竞争有所加剧但也带来更多创新业务，最终行业核心地位仍由本土机构掌控。我们判断外资券商进入国内金融市场会带来一定竞争，但更应乐观地看到，在“鲶鱼效应”下国内机构的经营效率可能提升，而且，在金融市场对外开放进程中，风险可控的金融创新可能不断推出，有利于证券行业的长期发展。

科创板稳步高质推进。根据上交所披露，本周上交所仅新受理一家公司科创板申请，目前总计 107 家。在科创板背景下，兼备传统投行业务强实力与私募股权业务管理规模靠前的中金公司、中信证券、中信建投、华泰证券、招商证券等券商有望更多受益。

交易量高位回落。根据沪深交易所披露，本周沪深两市日均成交额 4514 亿元，环比下降 10.81%；5 月至今日均成交额 5093 亿元，较 4 月环比下降 38.43%。

我们长期看好创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会，证券行业有望通过投行业务资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。按 2019 年盈利预测，根据最新收盘价计算，行业估值回落至 1.29 倍 PB，龙头券商估值回落至 0.80-1.10 倍 PB，板块配置性价比提升。个股方面建议重点关注①受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等；②自营高弹性的海通证券（A、H）等；③经纪业务高弹性的东方财富等。

● 保险：一季度投资收益增厚，负债端仍有调整空间

中保协公布今年一季度保险资金运作情况，保险业一季度保费增长幅度为 15.89%，总资产 19 万亿元，保险资金余额超过 17 万亿元，一季度投资收益增长率 21.88%，投资端主要受权益市场影响较大。负债端当前寿险产品面临产品换代节点，去年主打市场份额的性价比较高产品或在 5 月底到期，未来保障型产品或伴随疾病发生率上升风险提价，对消费情绪有所冲击。根据各家保险公司年报披露，财产险仍面临行业综合成本率破百窘境，监管层面结合费改实际情况，对部分地区车险增速采取监管指导，平衡大中小公司之间竞争关系。考虑车险市场本身基本属于红海市场，未来财险行业若想实现突破，非车险仍是重点领域。建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国人寿（A、H）、中国太保（A、H）。

● 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。

行业评级

买入

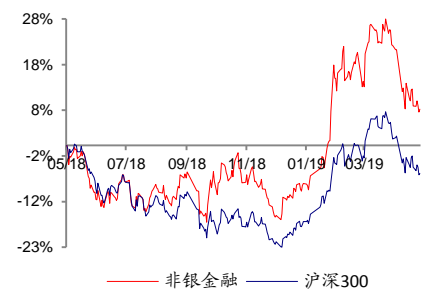
前次评级

买入

报告日期

2019-05-26

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：

非银金融行业：行业基本面改善，长期看好板块投资性机会 2019-05-19

非银金融行业：短期因素不改板块长期发展潜力 2019-05-12

非银金融行业：一季报披露完毕，行业进入基本面扰动窗口期 2019-05-05

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表（保险）

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	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	76.50	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	10.42	8.16	1.16	0.99	18%	17%
新华保险	601336.SH	人民币	49.84	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	16.56	12.59	0.79	0.69	47%	20%
中国太保	601601.SH	人民币	32.90	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	14.00	10.97	0.79	0.70	13%	14%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

重点公司估值和财务分析表（证券）

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	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	人民币	12.02	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	16.03	12.27	1.09	1.00	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	18.60	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	19.45	10.31	0.90	0.85	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	20.07	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	15.32	7.47	0.87	0.80	10%	11%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

重点公司估值和财务分析表（证券）

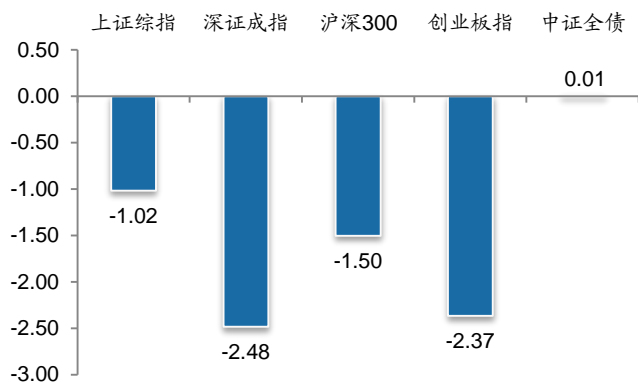
股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (港元/ 股)	EPS(人民币/元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中金公司	03908.HK	港币	14.30	20190401	买入	21.0	1.19	1.37	10.57	9.18	1.18	1.08	12%	12%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

一周表现

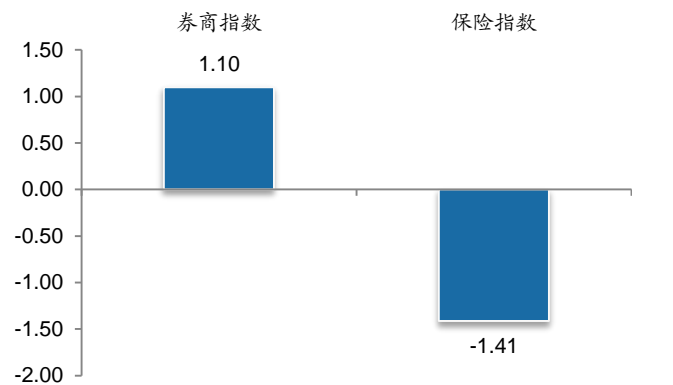
本周上证指数报2852.99点，跌1.02%；深证成指报8776.77，跌2.48%；沪深300报3593.91点，跌1.50%；创业板指数报1443.75点，跌2.37%。券商指数涨1.10%、保险指数跌1.41%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



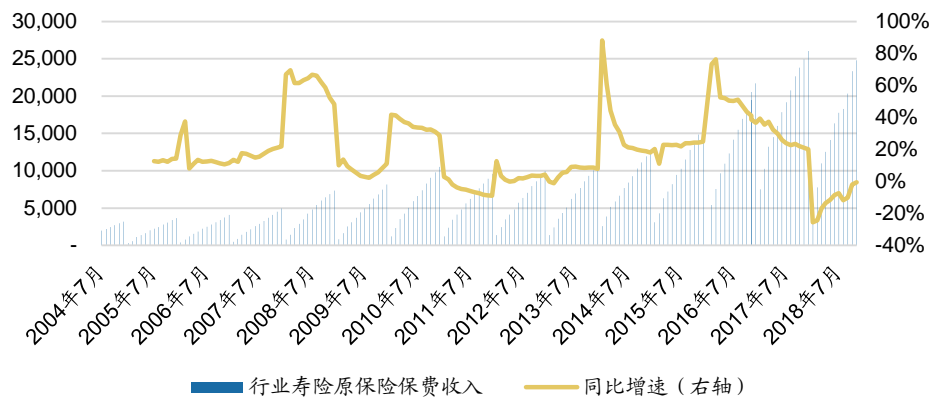
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

行业动态及一周点评

保险：一季度投资收益增厚，负债端仍有调整空间

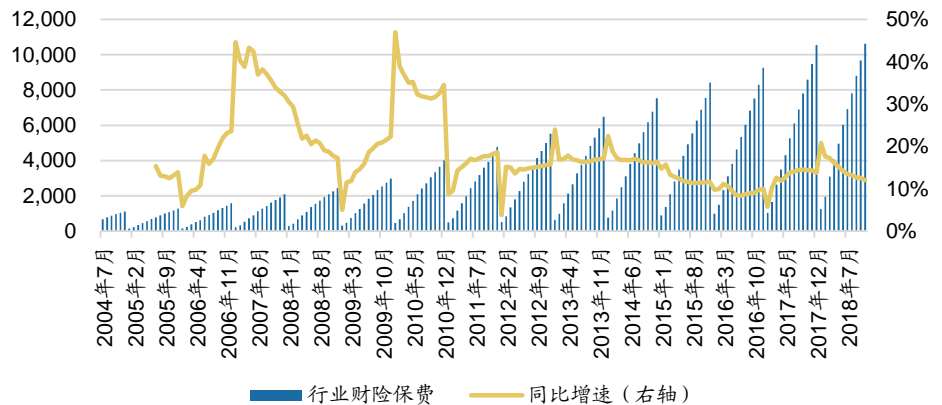
中保协公布今年一季度保险资金运作情况，保险业一季度保费增长幅度为15.89%，总资产19万亿元，保险资金余额超过17万亿元，一季度投资收益增长率21.88%，投资端主要受权益市场影响较大。负债端当前寿险产品面临产品换代节点，去年主打市场份额的性价比较高产品或在5月底到期，未来保障型产品或伴随疾病发生率上升风险提价，对消费情绪有所冲击。根据各家保险公司年报披露，财产险当前仍面临行业综合成本率破百窘境，监管层面结合费改实际情况，对部分地区车险增速采取监管指导，平衡大中小公司之间竞争关系。考虑车险市场本身基本属于红海市场，未来财险行业若想实现突破，非车险仍是重点领域。建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国人寿（A、H）、中国太保（A、H）。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



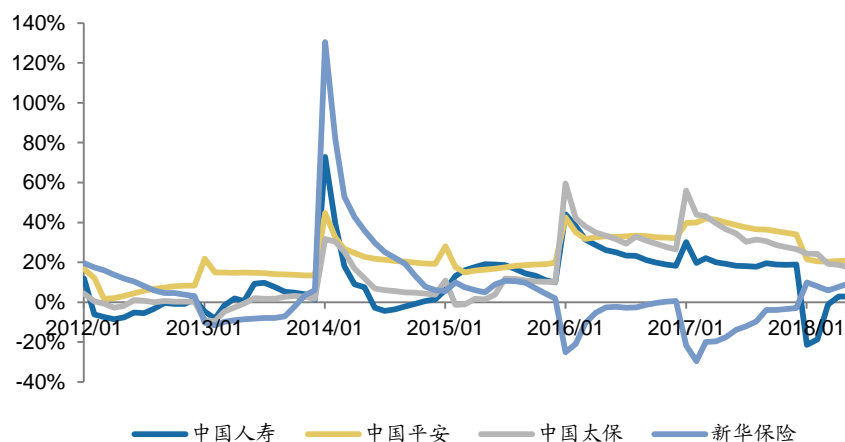
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



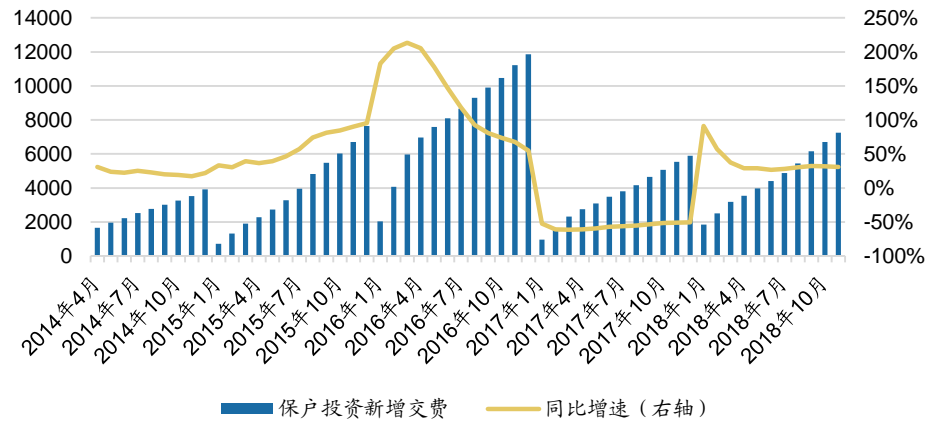
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



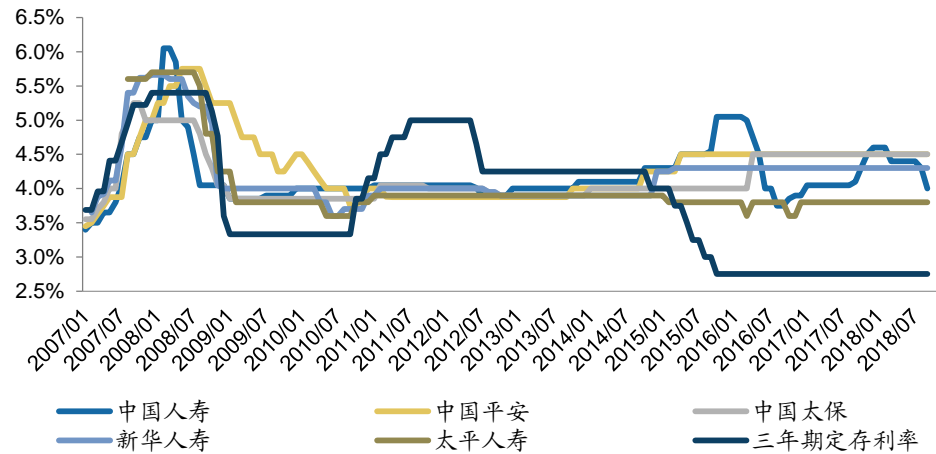
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



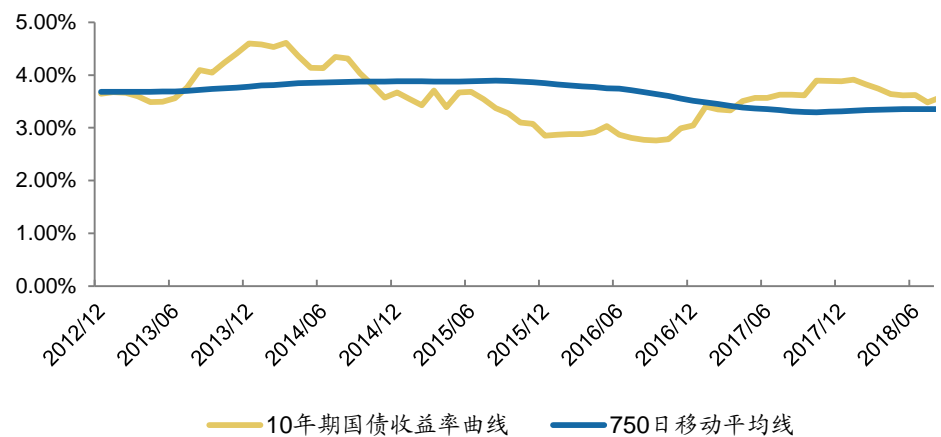
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



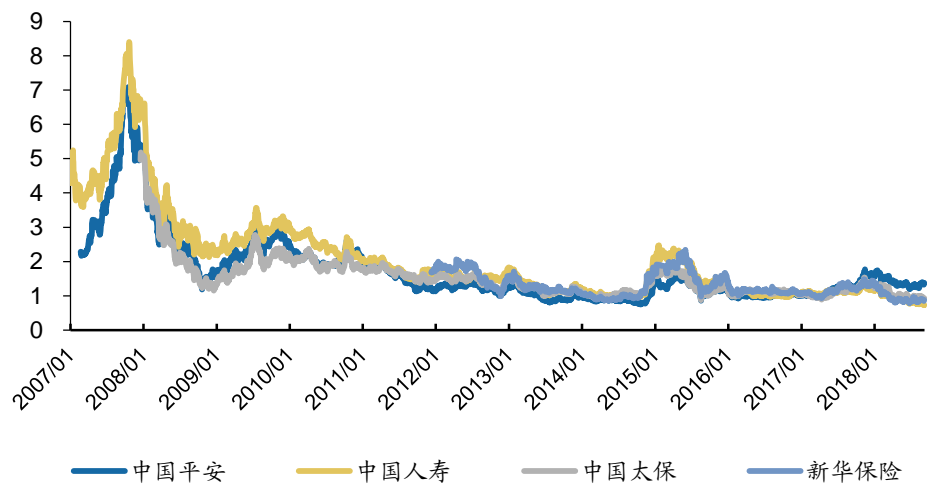
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 10年期国债收益率及750日移动平均线



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 保险行业估值曲线 (P/EV) (倍)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: 四大上市险企寿险财务保费累计同比增速

公司	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04
中国人寿	4.0%	4.1%	4.8%	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%
中国平安-人寿	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%
中国平安-健康	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%
中国平安-养老	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%
中国平安	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%
中国太保	14.8%	14.7%	15.0%	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%
新华保险	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04
中国人寿	33.3%	47.3%	-52.5%	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%
中国平安-人寿	3.9%	9.7%	-11.2%	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%
中国平安-健康	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%
中国平安-养老	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%
中国平安	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%
中国太保	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%
新华保险	2.4%	92.8%	-40.2%	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04
中国人寿	0.0%	4.7%	19.9%	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%
中国平安-人寿	19.6%	19.9%	20.4%	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%
中国平安-健康	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%
中国平安-养老	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%
中国平安	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%
中国太保	22.6%	14.2%	20.3%	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%
新华保险	16.9%	10.0%	13.7%	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

证券：高水平双向开放推进，多层次资本市场建设持续

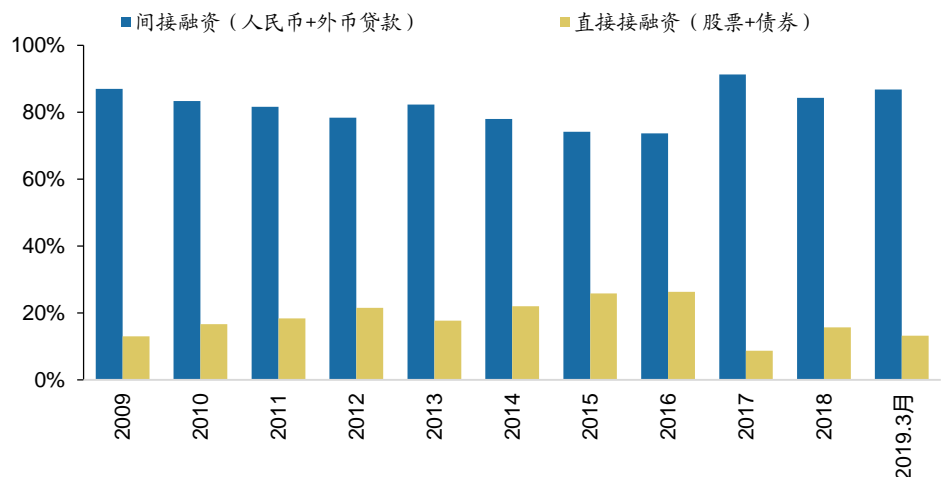
中国证券投资基金业协会发布的证券公司私募主动管理资产月均规模。排名显示，2019年一季度，中信证券、国泰君安排名前二，2019年一季度月均规模分别为5130.64亿元、3086.22亿元。同时公布的一季度证券公司私募资产管理月均规模排名显示，中信排名第一，2019年一季度月均规模为12941.35亿元，成为唯一突破万亿元的证券公司。前五名还有华泰证券、国泰君安、中信建投、申万宏源。

沪深交易所会同银行间债券市场将推出跨市场债券指数公募基金证券投资基金试点。中国证监会、中国人民银行联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》，拟推出以跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金。通知发布后，中国证监会将推动试点债券指数基金的注册审核工作。此次试点是债券市场互通互联的重要举措，有助于更好满足境内外投资者投资债券指数型产品的需求，有助于促进债券市场长远健康发展。

沪深交易所联合中国结算正式发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》及《关于为挂牌期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》。明确了特定债券转让的规范性要求；完善并调整原有风险及违约债券的停牌及摘牌机制，有利于提高交易转让流动性，完善市场定价机制，有利于债券信用风险化解、处置和出清。为此，中国证监会统筹深沪交易所试点建立特定债券相关转让机制，为风险及违约债券提供契合其特点的转让结算服务，符合市场预期，有利于强化债券信用风险管理，维护债券市场稳定。

证监会再次强调发展直接融资，大力发展资本市场。证监会副主席阎庆民在5月25-26日“2019清华五道口全球金融论坛”表示，要下大力气补短板，大力发展资本市场。目前我国直接融资的比重远低于以直接融资为渠道的美国、英国等其它国家。要打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，显著提高直接融资特别是股权融资比重，更好提升金融供给效率。

图10：目前，我国间接融资占比超八成，直接融资较少



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

金融高水平双向开放推进。“2019 清华五道口全球金融论坛”上，央行副行长陈雨露表示下一步，将对标高水平开放的要求，继续推进金融业对外开放。一是继续推动全方位的金融业对外开放，确保各项措施落地实施，积极研究新的开放措施；二是加快转变开放理念，过渡到准入前国民待遇加负面清单管理模式，实现系统性、制度性开放；三是优化营商环境，提高政策制定透明度；四是将扩大开放和加强监管密切配合，有效防范和化解金融风险。欢迎外资金融机构和境外投资者积极参与中国金融业的对外开放进程。

证监会新近对 5 家拟设合资券商密集反馈。证监会对联信证券、金圆统一证券、方圆证券、瀚华证券、华胜国际证券等五家拟设合资券商进行了第一次反馈意见，根据证监会披露，截至 5 月 24 日，共有 18 家合资券商正在排队申请设立。

回顾我国合资券商发展历程整体分为三个阶段：1) 1995-2000 年伴随改革开放，中金公司一枝独秀，快速发展。2) 2001-2012 年我国资本市场不断对外开放，合资券商纷至沓来。3) 2013 年后，合资券商发展陷入困境，面临退出潮。目前合资券商发展良莠不齐，整体业绩两极分化严重：1) 中金公司作为合资龙头，整体盈利能力突出，收入结构多元化发展。2) 老牌合资券商受到牌照限制，投行业务能力决定经营差异。3) 在 CEPA 框架下的新型合资券商尚处于萌芽阶段，静态看业务进展缓慢。总体而言，合资券商是不成功的探索，究其原因在于牌照业务单一，单纯依赖投行业务较难支撑熨平周期性业务波动，也无综合业务优势去承揽项目。

日本和中国台湾证券市场对外开放的过程显示，合资机构短期内快速增加但随后减少，竞争有所加剧但也带来更多创新业务，最终行业核心地位仍由本土机构掌控。我们判断外资券商进入国内金融市场会带来一定竞争，但更应乐观地看到，在“鲶鱼效应”下国内机构的经营效率可能提升，而且，在金融市场对外开放进程中，**风险可控的金融创新可能不断推出，有利于证券行业的长期发展。**

表 4：2018 年以来对外开放意见/政策一览

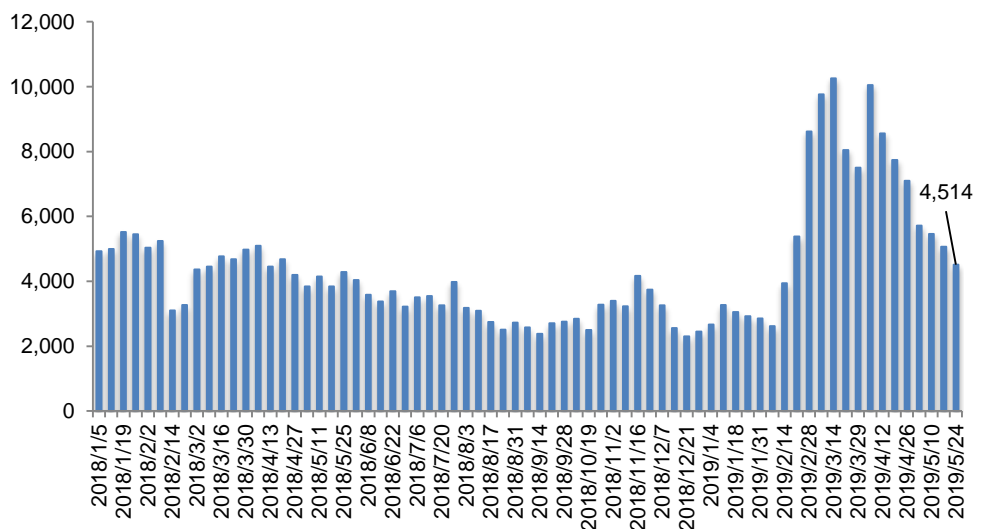
发布日期	会议/文件	主要内容
2018 年 4 月	博鳌论坛开幕式重要讲话	发布金融业对外开放措施和时间表，确定在未来几个月内取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%。进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务不再对合资证券公司业务范围单独设限
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元，2018 年 5 月 1 日起实行
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%；外商投资证券公司经营业务范围扩大；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例；境外股东资质进一步完善
2018 年 6 月	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
2018 年 8 月	关于修改《证券登记结算管理办法》的决定	在原有规定的中国公民、中国法人、中国合伙企业等投资者范围基础上，增加“符合规定的外国人”作为投资者类别之一，将允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户

2019年2月	《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理暂行办法》	实行登记管理，境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务；境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金，可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。
2019年3月	博洲论坛 2019 年年会开幕式重要讲话	中国将持续扩大金融业对外开放，银行、证券和保险业对外资全面放开市场准入正在加快推进。
2019年4月	与法国金融市场管理局签署《金融领域创新合作谅解备忘录》	证监会与法国金融市场管理局签署《金融领域创新合作谅解备忘录》，就探索推进两国资本市场互联互通建设达成共识。 4月3日据彭博报道证监会期货监管部处长于香港报告称中国计划放松对股指期货的限制。计划包括：恢复股指期货的正常交易；向外国投资者开放现有的股指期货。证监会拟允许社保基金、商业银行、保险基金、国有化公司、合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)参与期货市场
2019.5月	2019清华五道口全球金融论坛	下一步，将对标高水平开放的要求，继续推进金融业对外开放。一是继续推动全方位的金融业对外开放，确保各项措施落地实施，积极研究新的开放措施；二是加快转变开放理念，过渡到准入前国民待遇加负面清单管理模式，实现系统性、制度性开放；三是优化营商环境，提高政策制定透明度；四是将扩大开放和加强监管密切配合，有效防范和化解金融风险。欢迎外资金融机构和境外投资者积极参与中国金融业的对外开放进程，实现互利共赢、共同发展。

数据来源：证监会、银监会、保监会、金融委、中国人民银行、广发证券发展研究中心

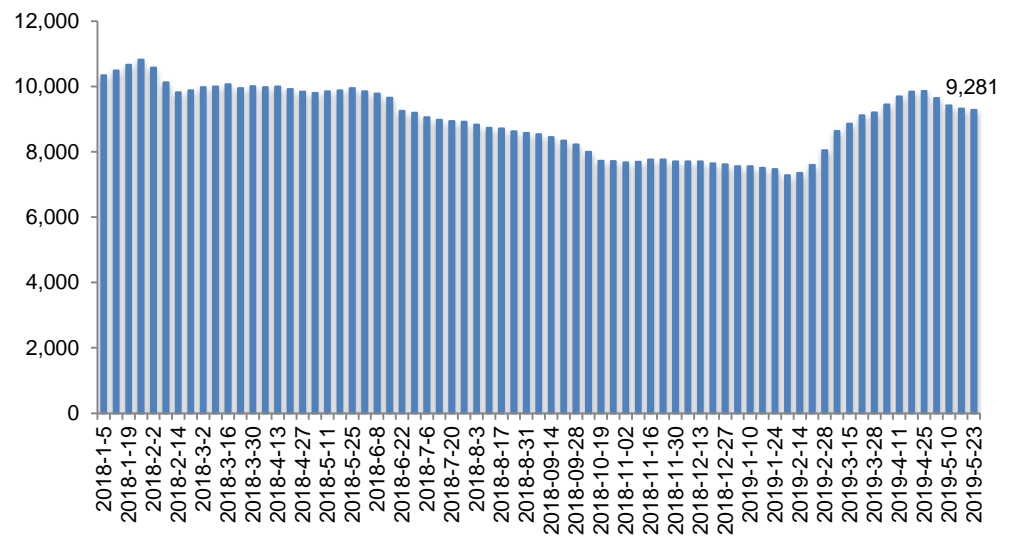
我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的**证券板块的投资性机会**，**证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展**。个股方面建议重点关注①受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等；②自营高弹性的海通证券（A、H）等；③经纪业务高弹性的东方财富等。

图11：全部AB股周度成交金额（亿元）



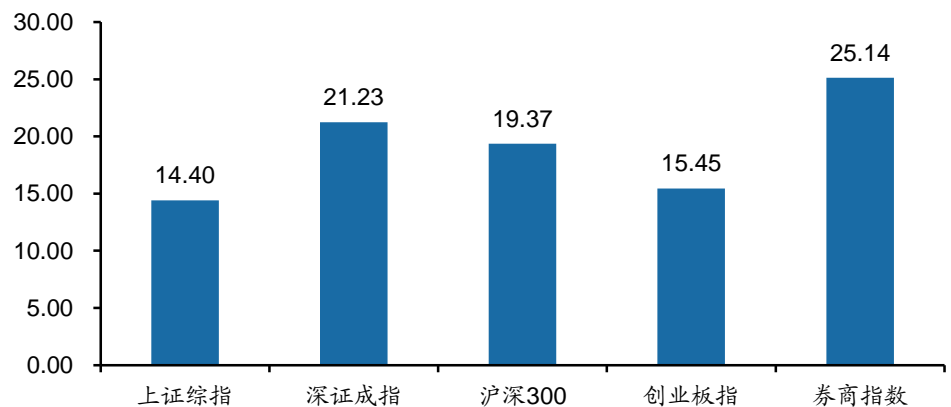
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图12: 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13: 2019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

风险提示

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。

广发非银行金融行业研究小组

- 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。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，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：研究助理，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。

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	gfyf@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。

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) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。

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。