

# 银行行业

## 社融如期回升，金融生态渐变

### ——2019年5月金融数据跟踪

2019年6月12日，央行公布5月金融数据。我们点评如下：

#### 一、社融同比增速如期回升，主要源自低基数

央行公布，截至2019年5月底，社融存量余额同比增速10.6%，增速环比提升0.2个百分点，符合我们预期。2017、2018、2019三年5月份社融增量分别为1.31、0.95和1.40万亿，2018年5月份社融低基数是本月社融增速回升的主要原因。

信贷投放走向平稳，对公需求走弱。5月份社融中人民币贷款投放1.19万亿元，同比多增约459亿元，其中：对公中长期贷款同比少增1507亿元；对公短期贷款同比多增1794亿元；票据贴现同比少增315亿元；居民中长期同比多增754亿元；居民短期贷款同比少增272亿元。信贷结构中，居民贷款是主要支撑，对公中长期贷款继续走弱，可能是实体融资需求不足与货币政策边际调整的综合体现，其中需求或是主要原因。

#### 二、货币中性，监管趋严，财政显性托底

从近期监管政策和事件来看，由于宏观杠杆率的高位压力，货币已经转向实质中性，监管会在金融供给侧改革框架下趋严执行，这对后续信用扩张形成压制。

为对冲信用供给侧收缩对经济形成的压力，显性财政发力空间仍在，但显性财政发力可能是以隐形债务扩张受限为条件。随着政策决策者逐渐接受潜在经济增速下行趋势，财政托底意愿强于刺激诉求，所以需要降低通过财政带动信用超额扩张的预期。

#### 三、金融生态渐变，年内社融增速难过前期高点

金融供给侧改革可能是未来市场变化主要驱动因素，5月底包商银行风险处置事件是标志之一。事件出现以来，随着央行呵护和监管表态，中小行同业流动性展期有所恢复，事件短期冲击效应已过。

但是，流动性短期救助无法解决中小行资产负债表的内生问题。同业刚性兑付预期已经打破，市场化去杠杆进程已经开启，未来中小行和非银资管的资产扩张大概率难以为继，这或许是金融供给侧改革的应有之义，将对信用扩张形成边际拖累，但与稳宏观杠杆率诉求是相匹配的。

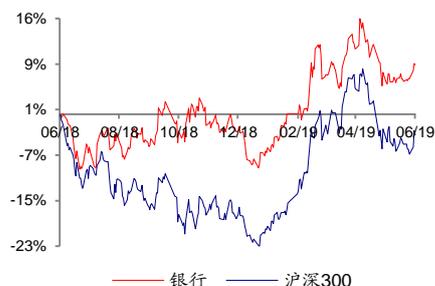
**风险提示：**1.关注上半年财政前移对四季度形成的透支效应；2.关注理财子公司开业执行资管新规带来的摩擦效应；3.监管趋严对银行体系风险偏好的影响，以及中小银行负债端成本压力。

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2019-06-12**

#### 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

请注意，倪军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:央行呵护流动性, 2019-06-09  
高股息提升长期配置价值
- 银行行业:关注流动性波动和局部信用利差走阔的影响, 2019-06-02
- 银行行业:银行资产质量分化的成因解析, 2019-05-29

联系人：王先爽 021-60750604  
wangxianshuang@gf.com.cn

联系人：万思华 021-6075-0604  
wansihua@gf.com.cn

联系人：李佳鸣 021-60750604  
lijiaming@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)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
农业银行	601288.SH	CNY	3.81	2019/4/29	买入	4.48	0.60	0.62	6.35	6.15	0.77	0.70	12.52	11.99
招商银行	600036.SH	CNY	35.33	2019/4/30	买入	36.35	3.55	3.98	9.95	8.88	1.56	1.38	16.58	16.43
中信银行	601998.SH	CNY	5.93	2019/3/29	买入	7.15	0.92	0.96	6.45	6.18	0.66	0.61	10.76	10.29
平安银行	000001.SZ	CNY	12.57	2019/4/23	买入	17.06	1.49	1.63	8.43	7.71	0.88	0.80	11.03	10.86
宁波银行	002142.SZ	CNY	23.16	2019/4/26	买入	23.74	2.55	2.98	9.08	7.77	1.56	1.33	18.69	18.54
常熟银行	601128.SH	CNY	7.25	2019/4/26	买入	11.77	0.79	0.93	9.20	7.79	1.10	0.98	13.11	13.33
农业银行	01288.HK	HKD	3.23	2019/4/29	买入	4.34	0.60	0.62	4.76	4.61	0.57	0.52	12.52	11.99
招商银行	03968.HK	HKD	38.40	2019/4/30	持有	37.07	3.55	3.98	9.56	8.53	1.49	1.32	16.58	16.43
中信银行	00998.HK	HKD	4.38	2019/3/29	买入	6.27	0.92	0.96	4.21	4.03	0.43	0.40	10.76	10.29

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 备注: 表中估值指标按照最新收盘价(2019-06-12)计算

## 图表索引

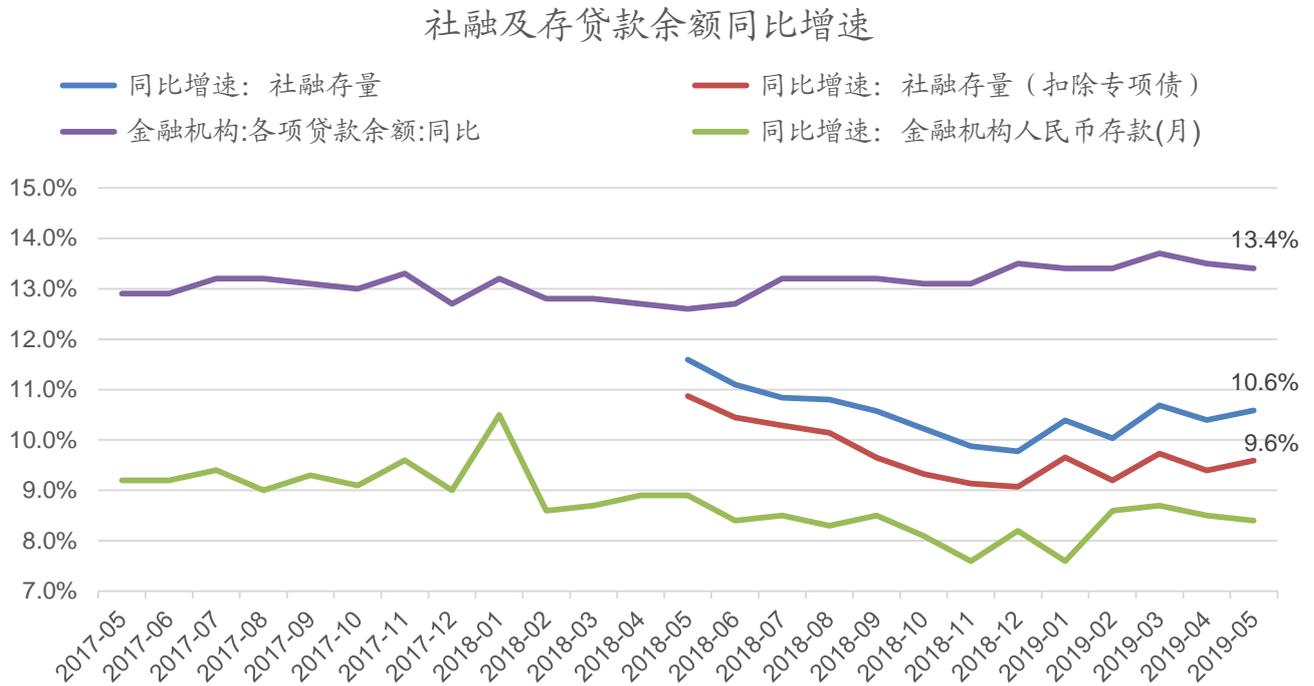
图 1:社融存量及存贷款同比增速 (单位:%)	5
图 2:M1、M2 增速及剪刀差 (单位:%)	5
图 3:历年 5 月份新增社融结构 (单位:亿元)	6
图 4: 当年累计:历年 1 至 5 月份新增社融结构 (单位: 亿元)	6
图 5:历年 5 月份新增贷款结构 (单位:亿元)	7
图 6: 当年累计:历年 1 至 5 月份新增贷款结构 (单位: 亿元)	7
图 7:历年 5 月份新增存款结构 (单位:亿元)	8
图 8: 当年累计:历年 1 至 5 月份新增存款结构 (单位: 亿元)	8
图 9:月度分布:社会融资规模:当月值 (单位:亿元)	9
图 10:月度分布:社会融资规模:新增人民币贷款 (单位:亿元)	9
图 11:月度分布:社会融资规模:新增外币贷款 (单位:亿元)	10
图 12:月度分布:社会融资规模:新增委托贷款 (单位:亿元)	10
图 13:月度分布:社会融资规模:新增信托贷款 (单位:亿元)	11
图 14: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)	11
图 15:月度分布:社会融资规模:企业债券融资 (单位:亿元)	12
图 16: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)	12
图 17: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 18:月度分布:M0:当月增加值 (单位:亿元)	13
图 19:月度分布:M1:当月增加值 (单位:亿元)	14
图 20:月度分布:M2:当月增加值 (单位:亿元)	14
图 21:月度分布:金融机构:新增人民币贷款:当月值 (单位:亿元)	15
图 22: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)	15
图 23:月度分布:新增人民币贷款:票据融资:当月值 (单位:亿元)	16
图 24: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)	16
图 25: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 26:月度分布:新增人民币贷款:居民户:当月值 (单位:亿元)	17
图 27: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 28:月度分布:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值 (单位:亿元)	18
图 29: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 30:月度分布:金融机构:新增人民币存款 (单位:亿元)	19
图 31:月度分布:新增人民币存款:居民户:当月值 (单位:亿元)	20
图 32: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)	20
图 33:月度分布:新增人民币存款:财政存款 (单位:亿元)	21
图 34:月度分布:新增人民币存款:非银行业金融机构 (单位:亿元)	21
图 35:月度分布:单位活期存款:当月增加值 (单位:亿元)	22
表 1:金融数据一览表	4
表 2: 港股和美股可比公司估值情况	22

表 1:金融数据一览表

指标名称	单位	2019/5/31	2019/4/30	2018/5/31	环比变化	同比变化
M0	亿元	72800	73966	69775	(1166)	3025
M0:同比	%	4.30	3.50	3.60	0.80	0.70
M1	亿元	544400	540615	526277	3785	18123
M1:同比	%	3.40	2.90	6.00	0.50	(2.60)
M2	亿元	1891200	1884670	1743064	6530	148136
M2:同比	%	8.50	8.50	8.30	0.00	0.20
<b>社会融资规模存量</b>	<b>万亿元</b>	<b>211.06</b>	<b>209.68</b>	<b>190.94</b>	<b>1.38</b>	<b>20.12</b>
<b>社会融资规模存量:同比</b>	<b>%</b>	<b>10.60</b>	<b>10.40</b>	<b>11.59</b>	<b>0.20</b>	<b>(0.99)</b>
社会融资规模:当月值	亿元	14000	13592	9518	408	4482
社会融资规模:新增人民币贷款:当月值	亿元	11900	8733	11396	3167	459
社会融资规模:新增外币贷款:当月值	亿元	191	(330)	(228)	521	419
社会融资规模:新增委托贷款:当月值	亿元	(631)	(1199)	(1570)	568	939
社会融资规模:新增信托贷款:当月值	亿元	(52)	129	(904)	(181)	852
社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票:当月值	亿元	(770)	(357)	(1741)	(413)	971
社会融资规模:企业债券融资:当月值	亿元	476	3574	(382)	(3098)	858
社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值	亿元	259	262	438	(3)	(179)
社会融资规模:地方政府专项债券:当月值	亿元	1251	1679	1012	(428)	239
<b>金融机构:各项贷款余额</b>	<b>亿元</b>	<b>1443100</b>	<b>1431218</b>	<b>1273112</b>	<b>11882</b>	<b>169988</b>
<b>金融机构:各项贷款余额:同比</b>	<b>%</b>	<b>13.40</b>	<b>13.50</b>	<b>12.60</b>	<b>(0.10)</b>	<b>0.80</b>
金融机构:新增人民币贷款:当月值	亿元	11800	10200	11500	1600	300
金融机构:新增人民币贷款:短期贷款及票据融资:当月值	亿元	4289	1550	3082	2739	1207
金融机构:新增人民币贷款:票据融资:当月值	亿元	1132	1874	1447	(742)	(315)
金融机构:新增人民币贷款:中长期:当月值	亿元	7201	6988	7954	213	(753)
金融机构:新增人民币贷款:居民户:当月值	亿元	6625	5258	6143	1367	482
金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值	亿元	1948	1093	2220	855	(272)
金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值	亿元	4677	4165	3923	512	754
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值	亿元	5224	3471	5255	1753	(31)
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值	亿元	1209	(1417)	(585)	2626	1794
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值	亿元	2524	2823	4031	(299)	(1507)
金融机构:新增人民币贷款:非银行业金融机构	亿元	58	1417	142	(1359)	(84)
<b>金融机构:各项存款余额</b>	<b>亿元</b>	<b>1853000</b>	<b>1840833</b>	<b>1710216</b>	<b>12167</b>	<b>142784</b>
<b>金融机构:各项存款余额:同比</b>	<b>%</b>	<b>8.40</b>	<b>8.50</b>	<b>8.90</b>	<b>(0.10)</b>	<b>(0.50)</b>
金融机构:新增人民币存款:当月值	亿元	12200	2606	13000	9594	(800)
金融机构:新增人民币存款:居民户:当月值	亿元	2417	(6248)	2166	8665	251
金融机构:新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值	亿元	1181	(1738)	139	2919	1042
金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值	亿元	4849	5347	3862	(498)	987
金融机构:新增人民币存款:非银行业金融机构	亿元	409	2785	2144	(2376)	(1735)

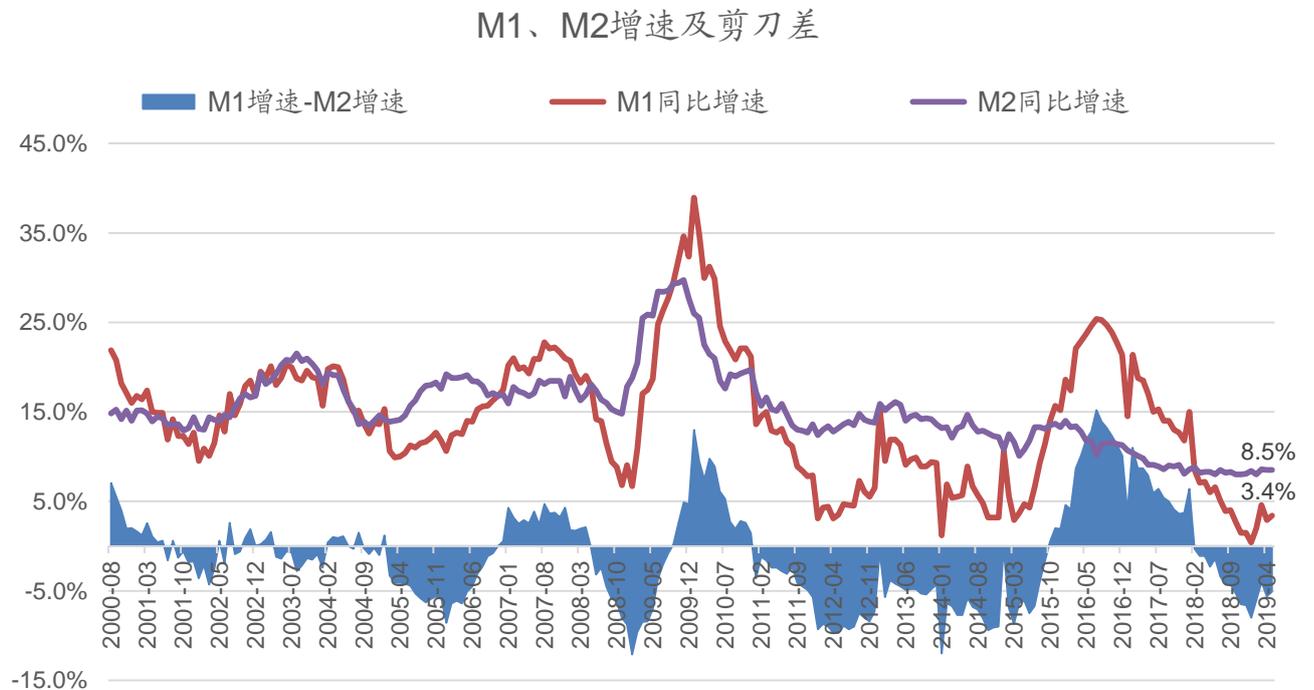
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图1:社融存量及存贷款同比增速 (单位:%)



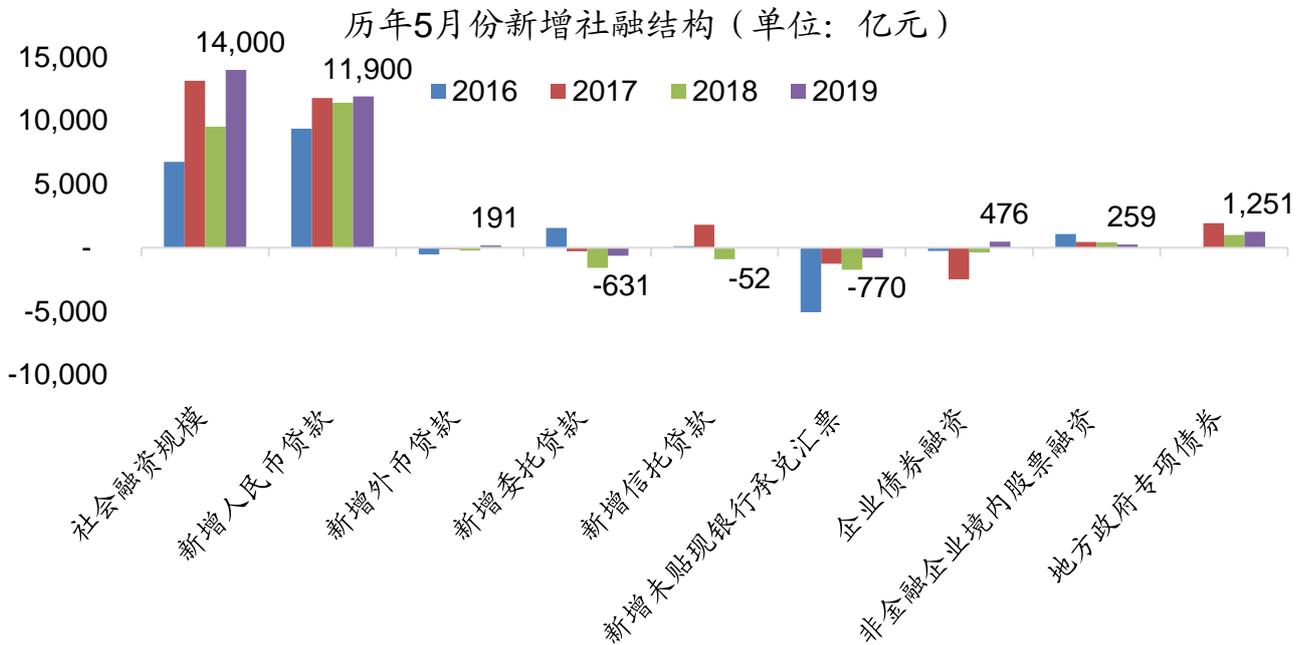
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图2:M1、M2增速及剪刀差 (单位:%)



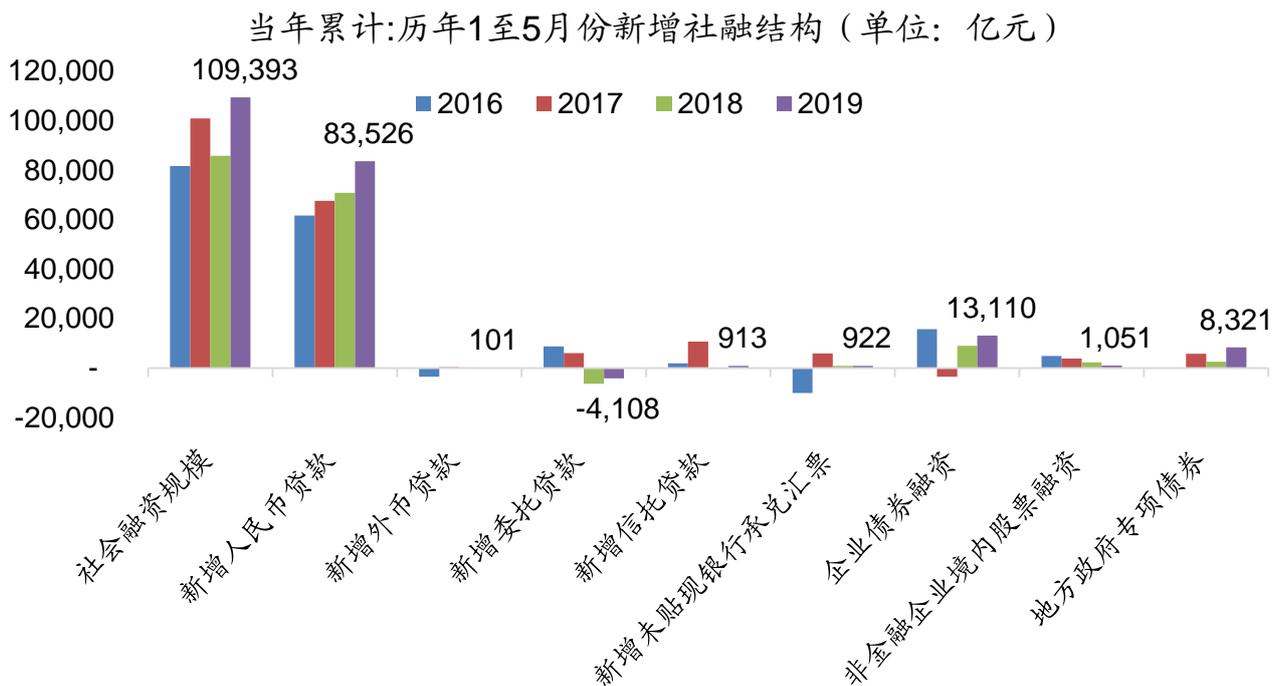
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图3:历年5月份新增社融结构 (单位:亿元)



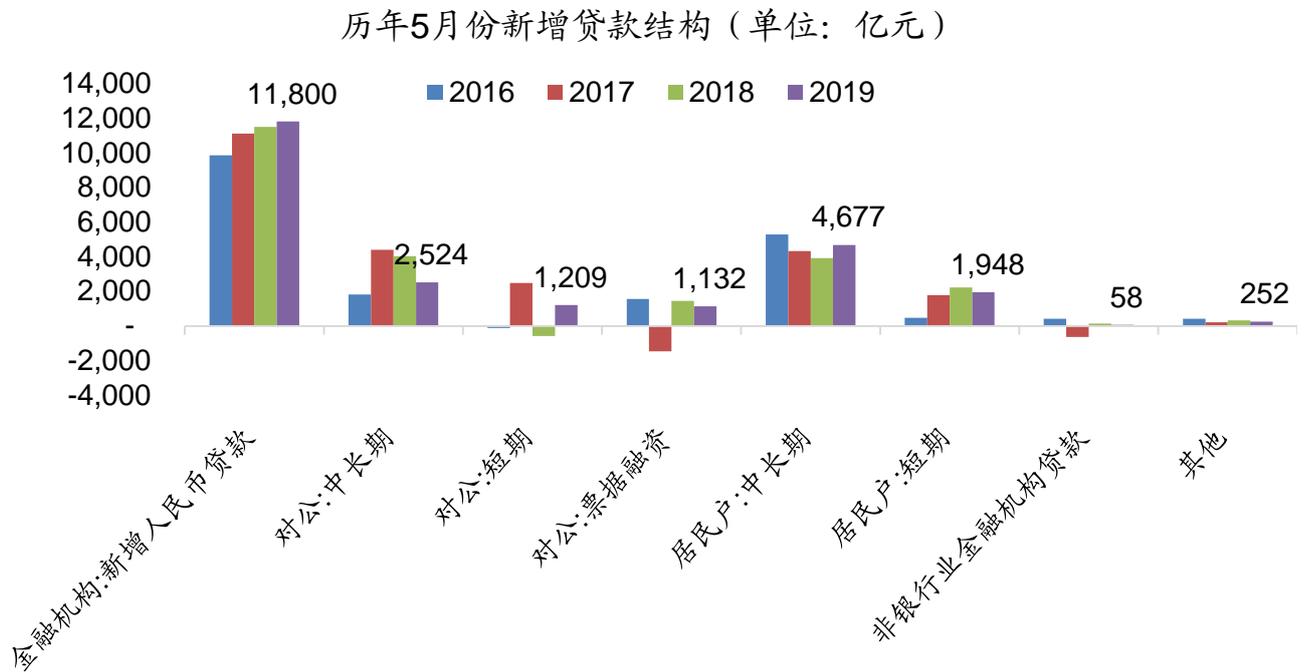
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图4: 当年累计:历年1至5月份新增社融结构 (单位: 亿元)



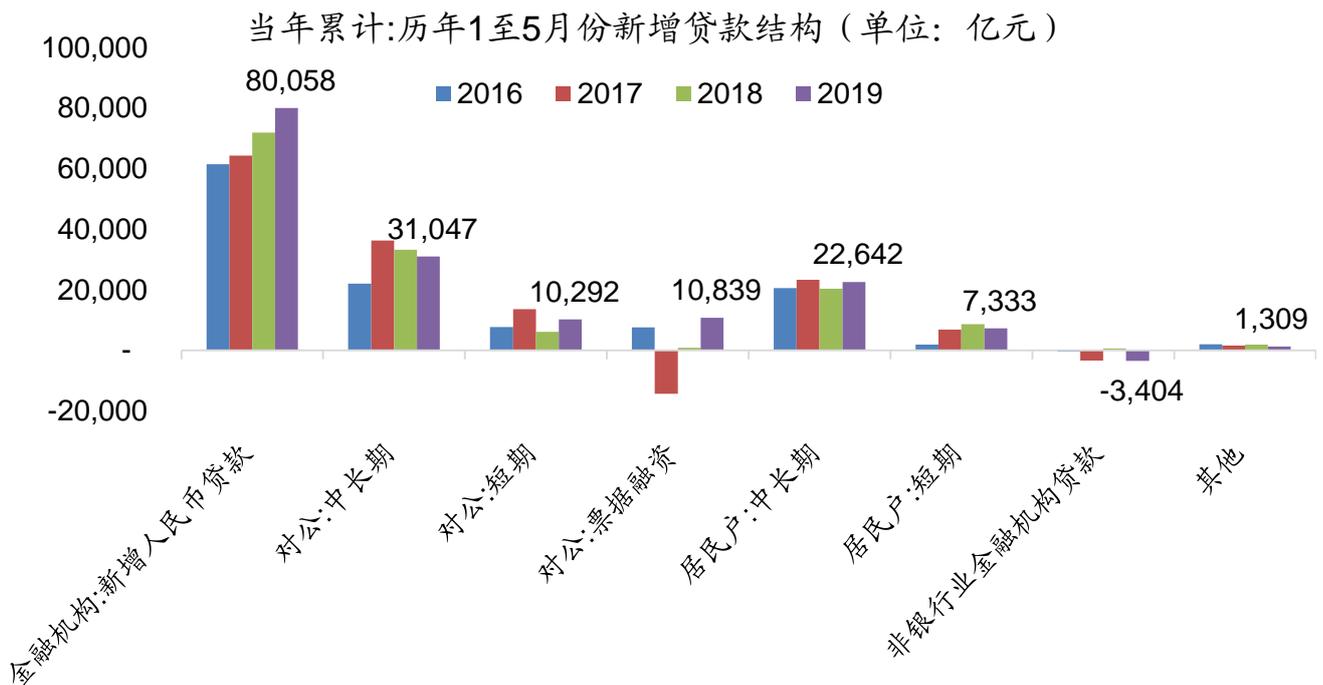
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图5:历年5月份新增贷款结构 (单位:亿元)



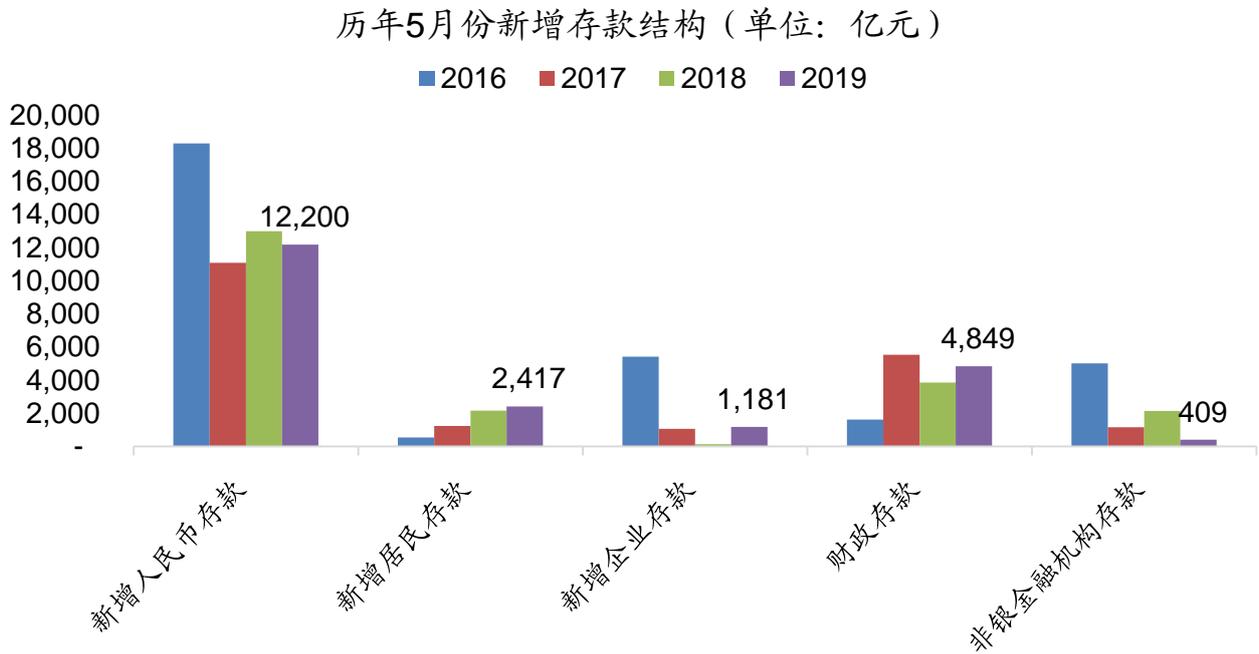
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图6:当年累计:历年1至5月份新增贷款结构 (单位: 亿元)



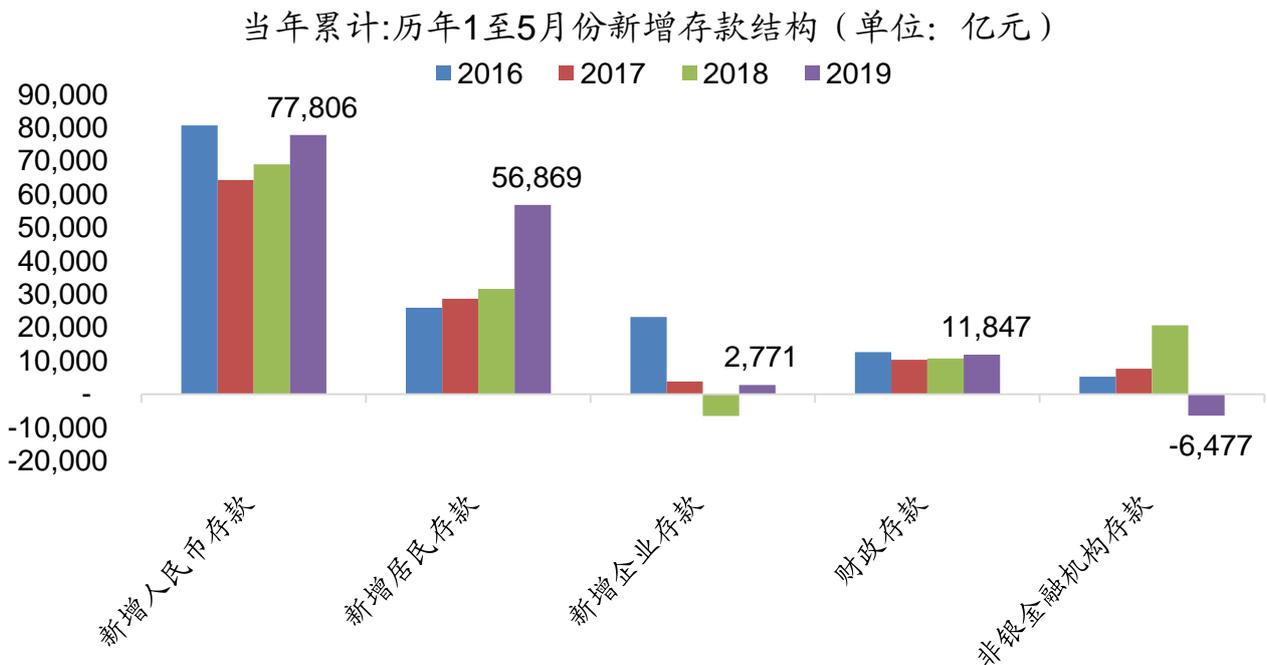
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图7:历年5月份新增存款结构 (单位:亿元)



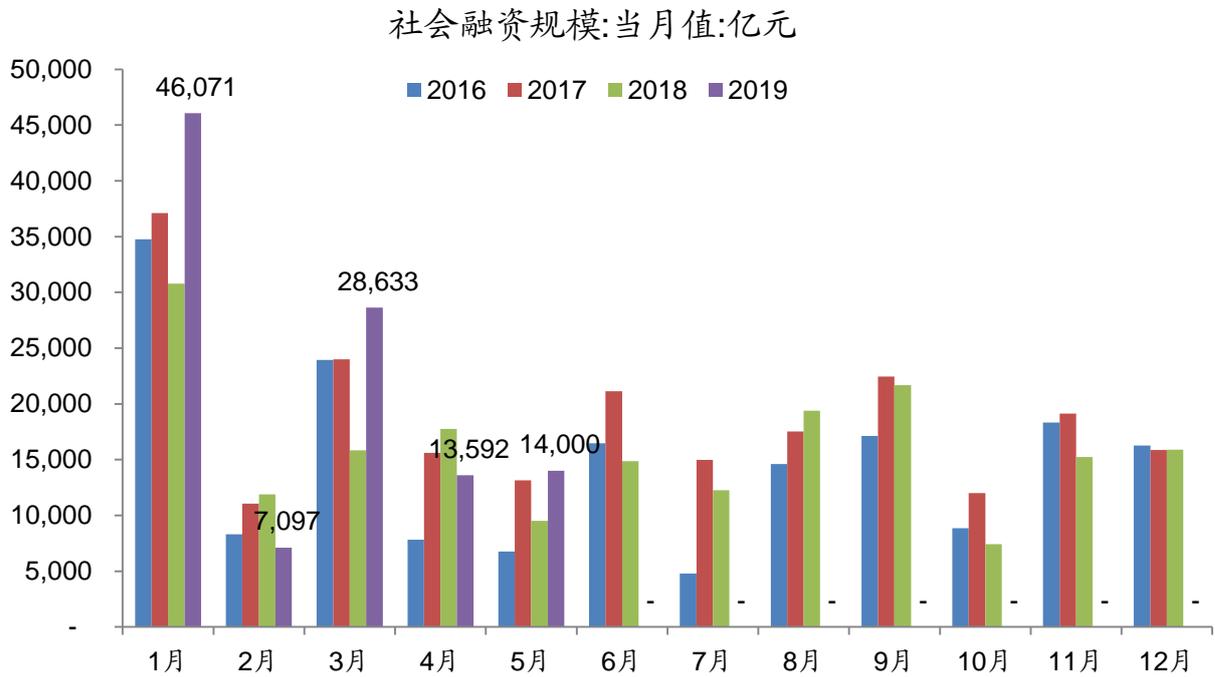
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图8: 当年累计:历年1至5月份新增存款结构 (单位: 亿元)



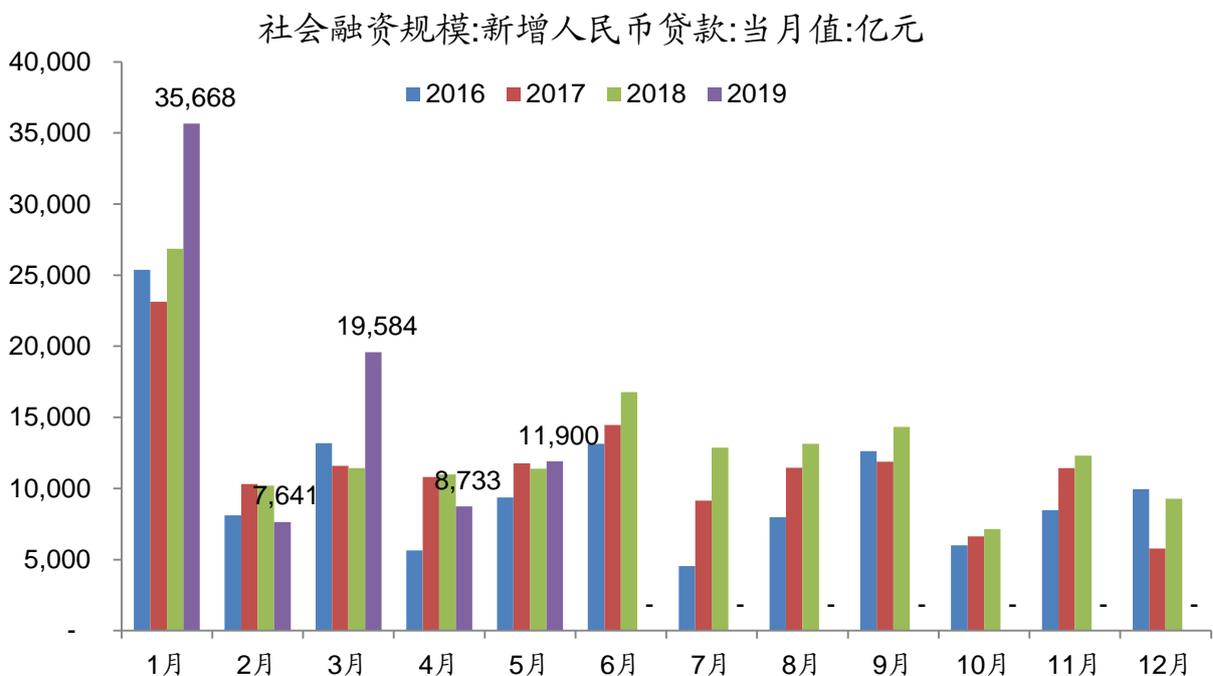
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图9:月度分布:社会融资规模:当月值(单位:亿元)



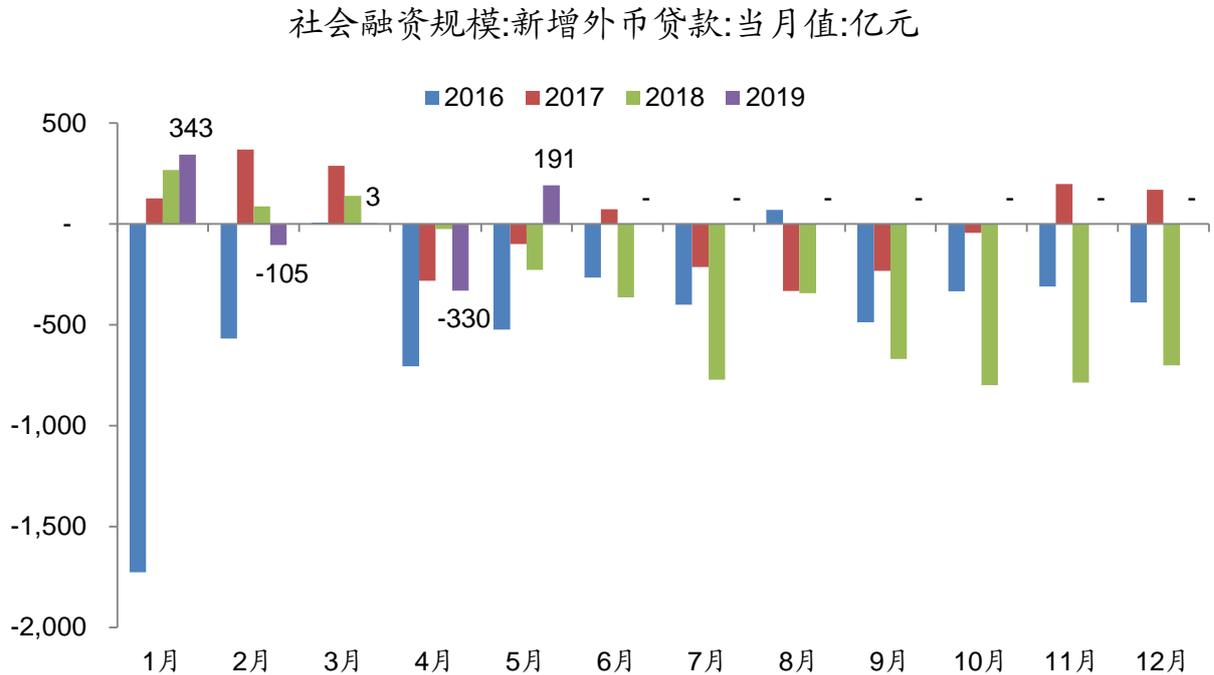
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图10:月度分布:社会融资规模:新增人民币贷款(单位:亿元)



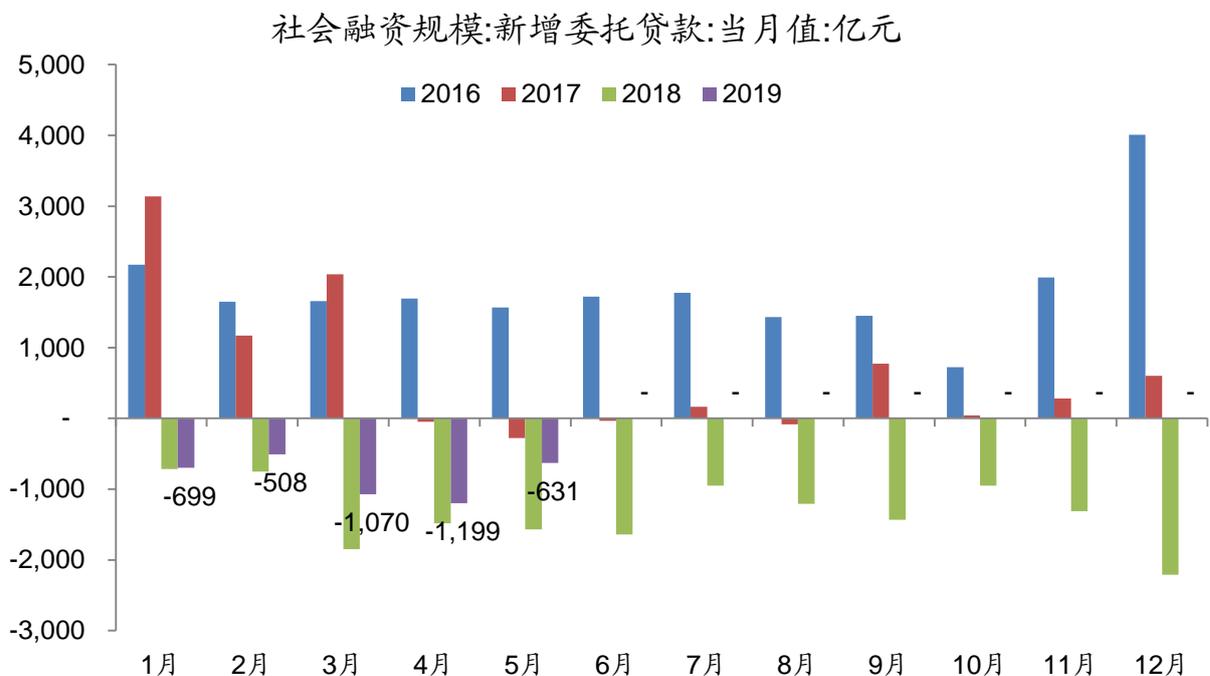
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图11:月度分布:社会融资规模:新增外币贷款(单位:亿元)



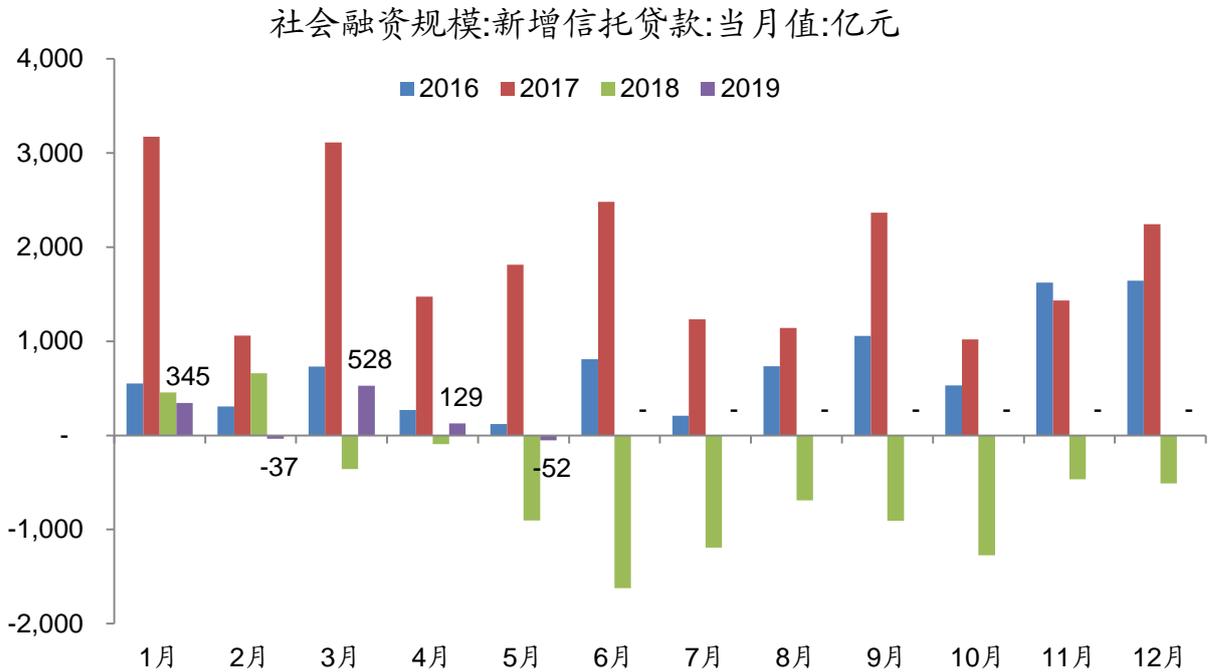
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图12:月度分布:社会融资规模:新增委托贷款(单位:亿元)



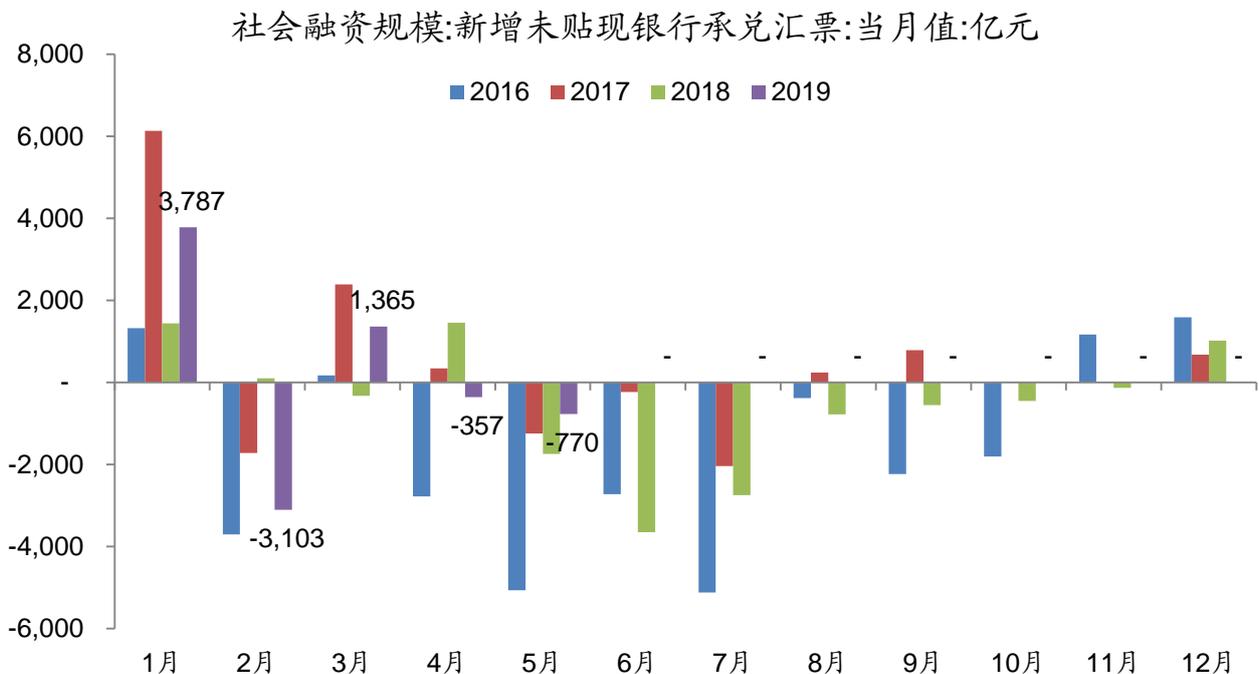
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图13:月度分布:社会融资规模:新增信托贷款(单位:亿元)



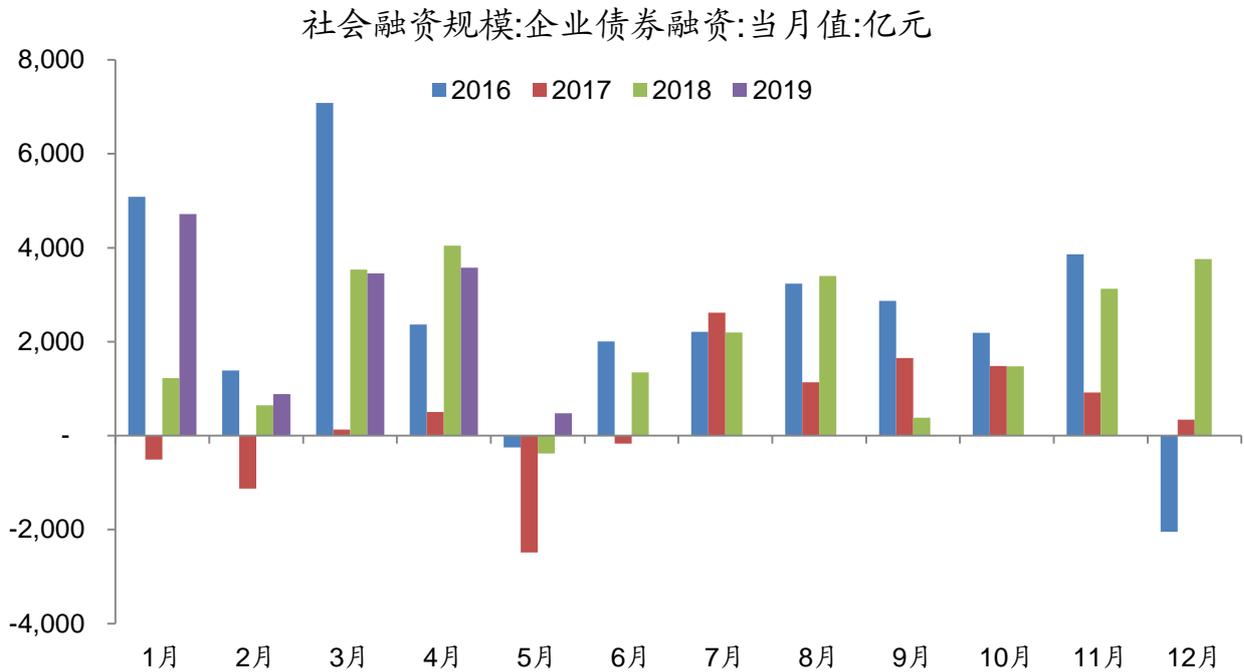
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图14: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)



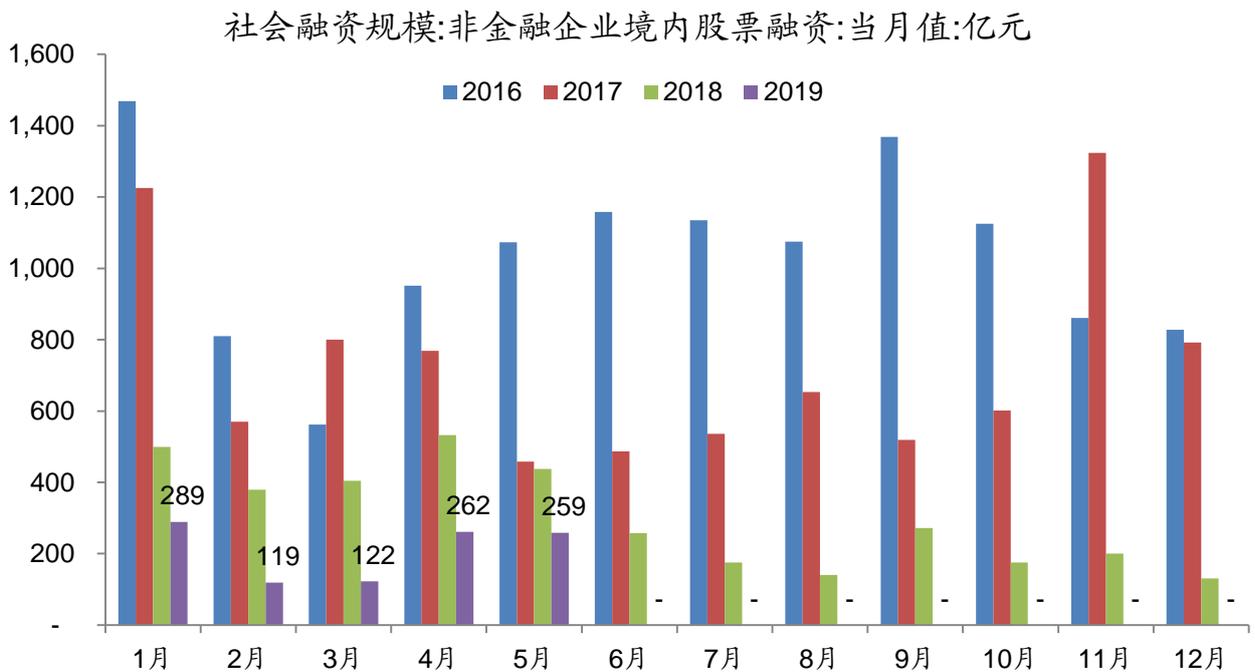
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图15:月度分布:社会融资规模:企业债券融资(单位:亿元)



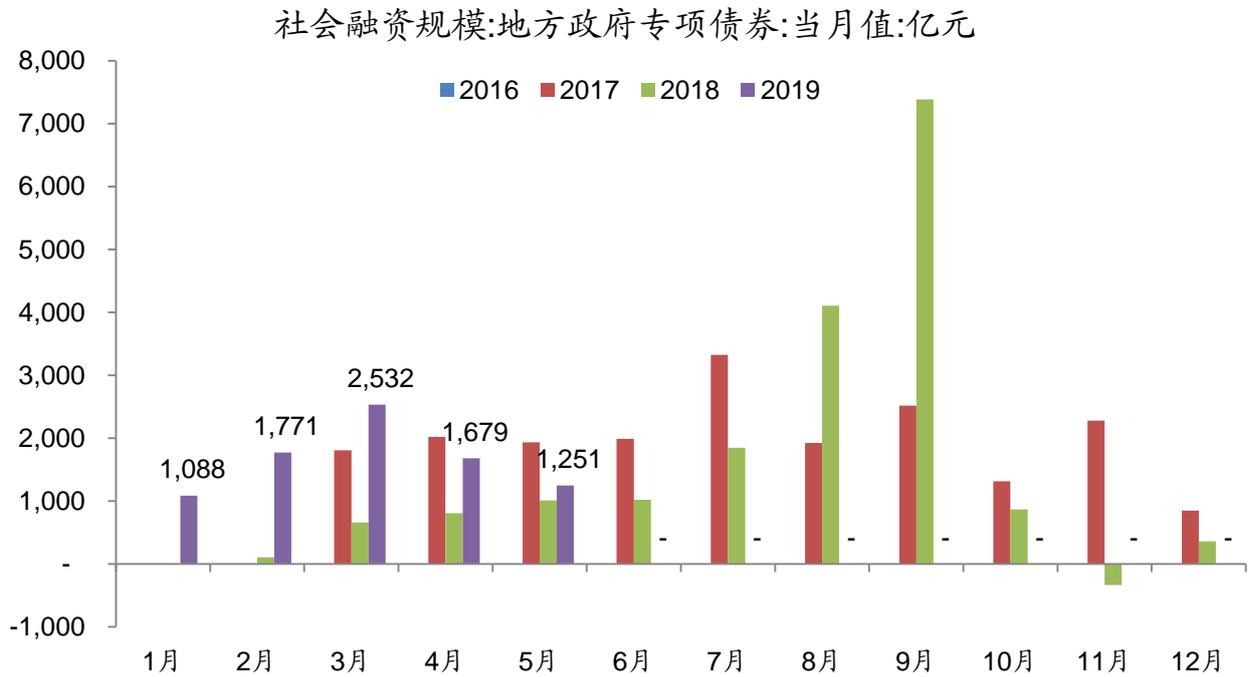
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图16: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)



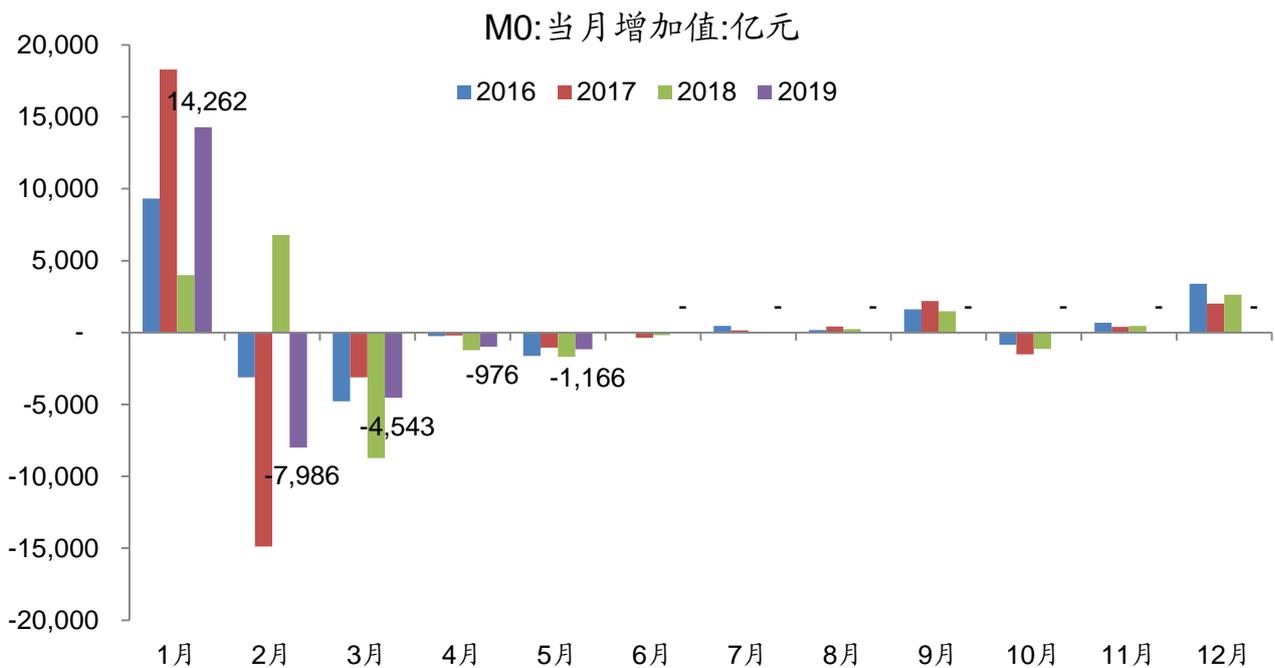
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图17: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)



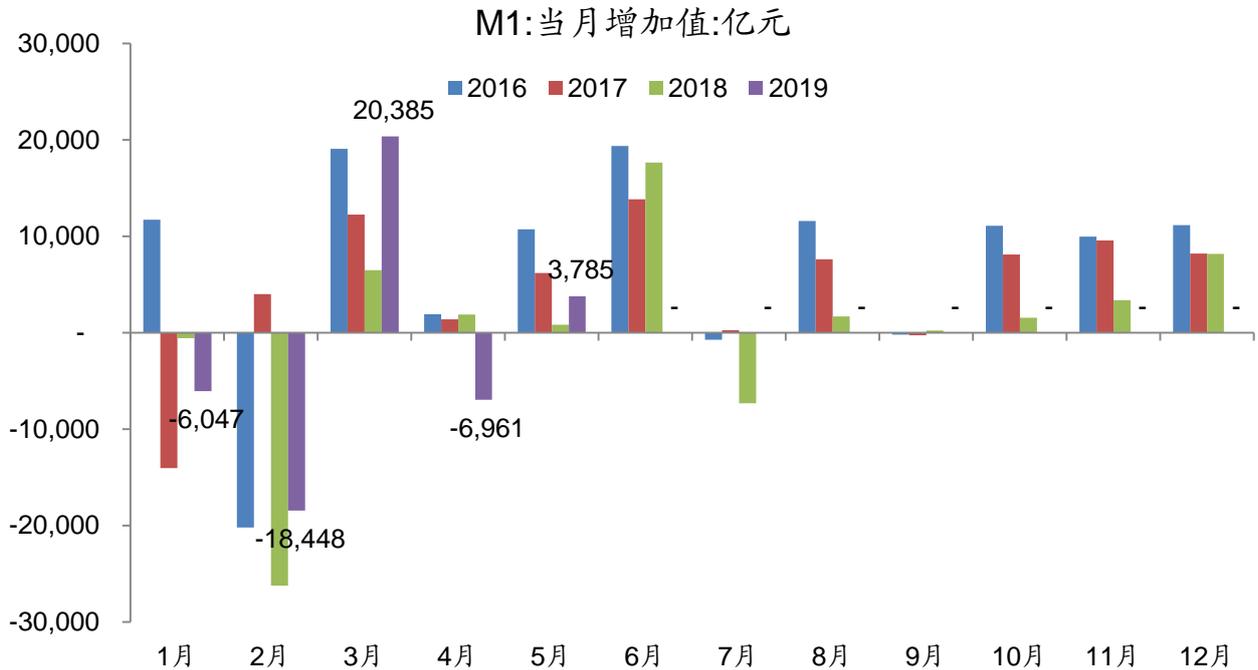
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图18:月度分布:M0:当月增加值 (单位:亿元)



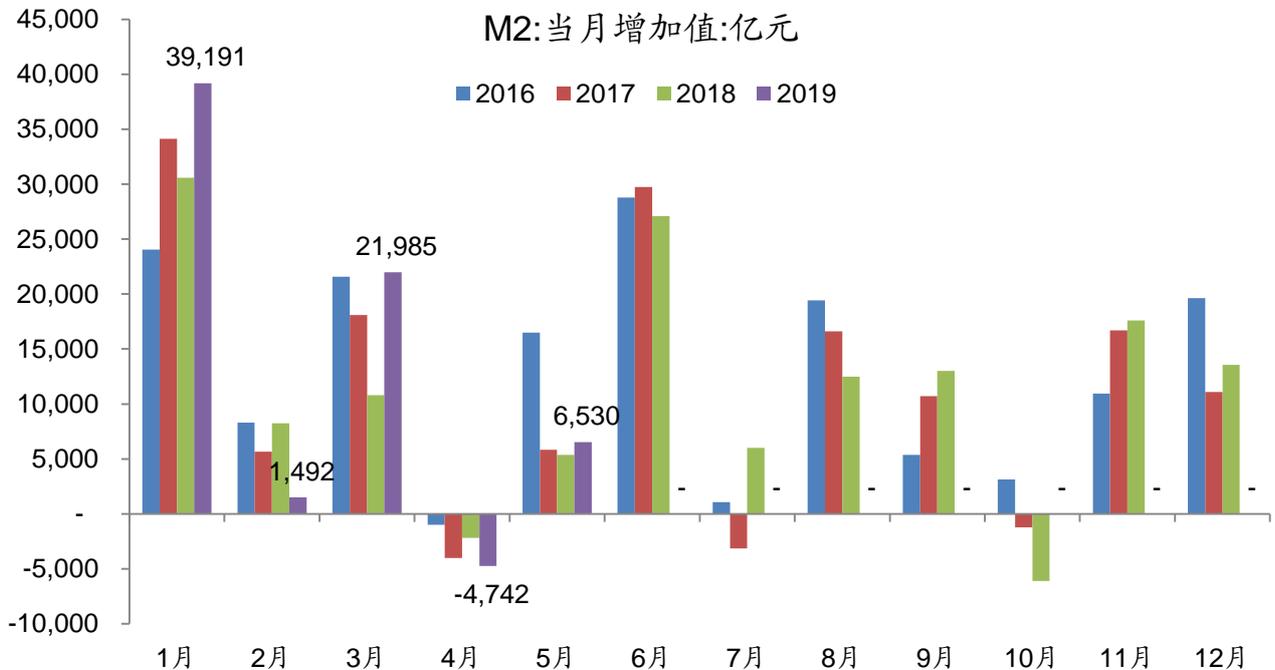
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图19:月度分布:M1:当月增加值(单位:亿元)



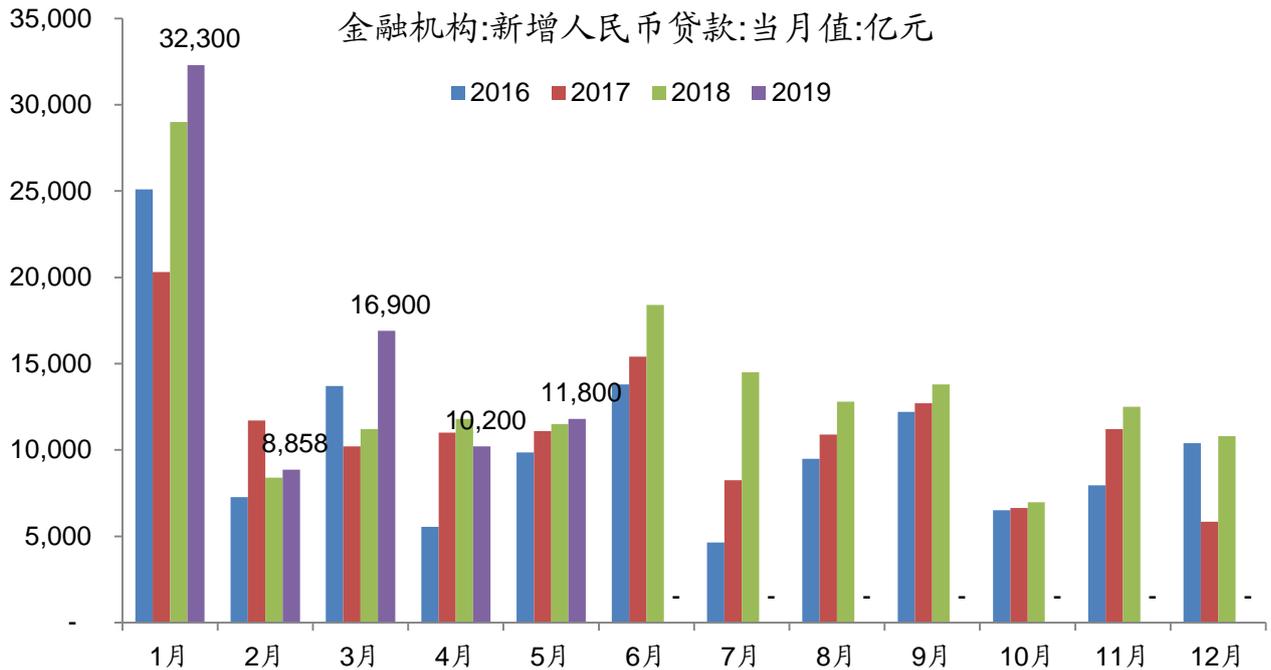
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图20:月度分布:M2:当月增加值(单位:亿元)



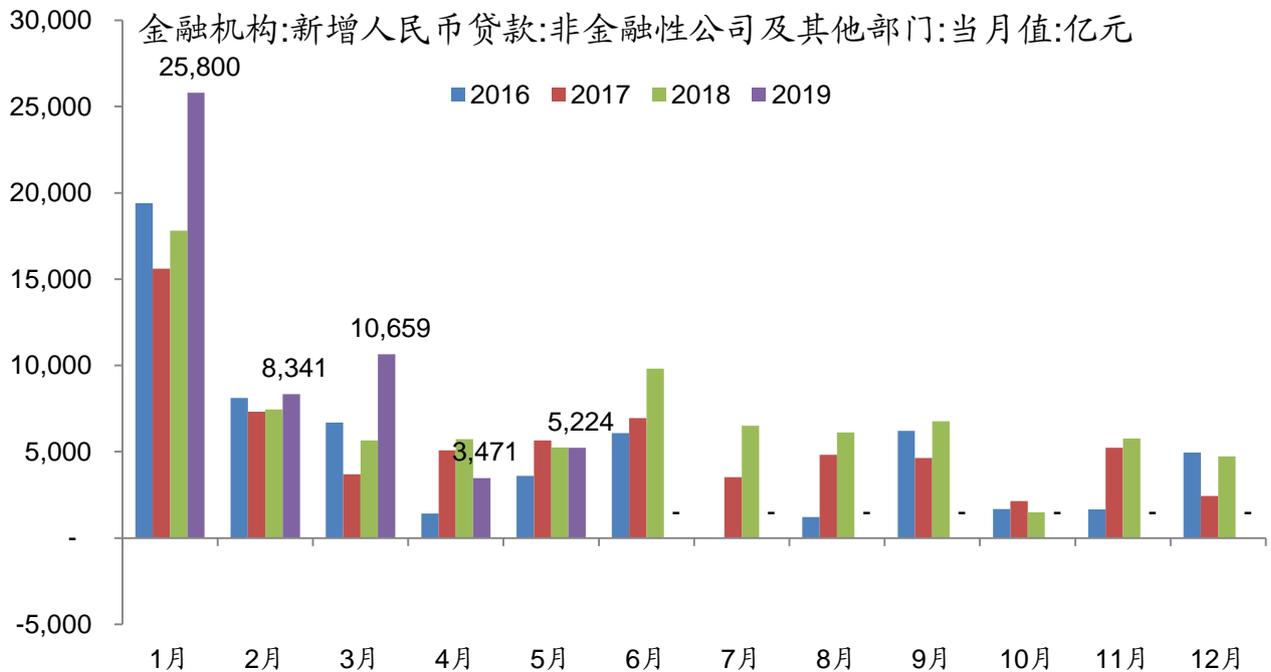
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图21:月度分布:金融机构:新增人民币贷款:当月值(单位:亿元)



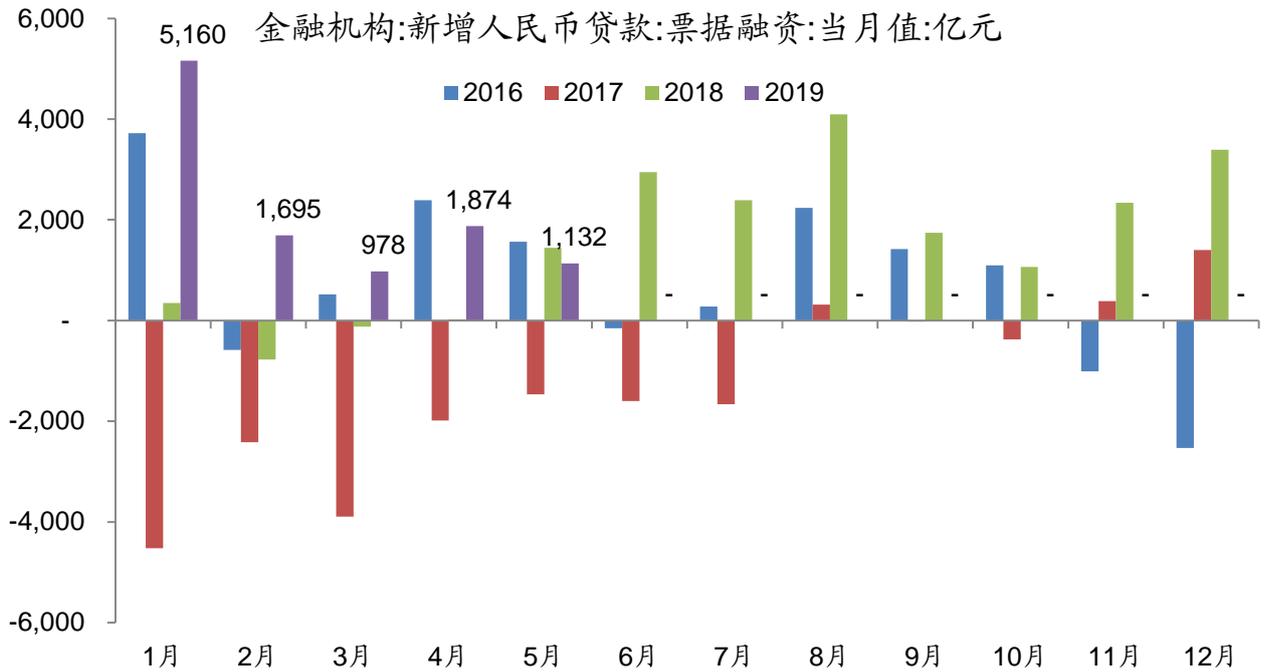
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图22: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)



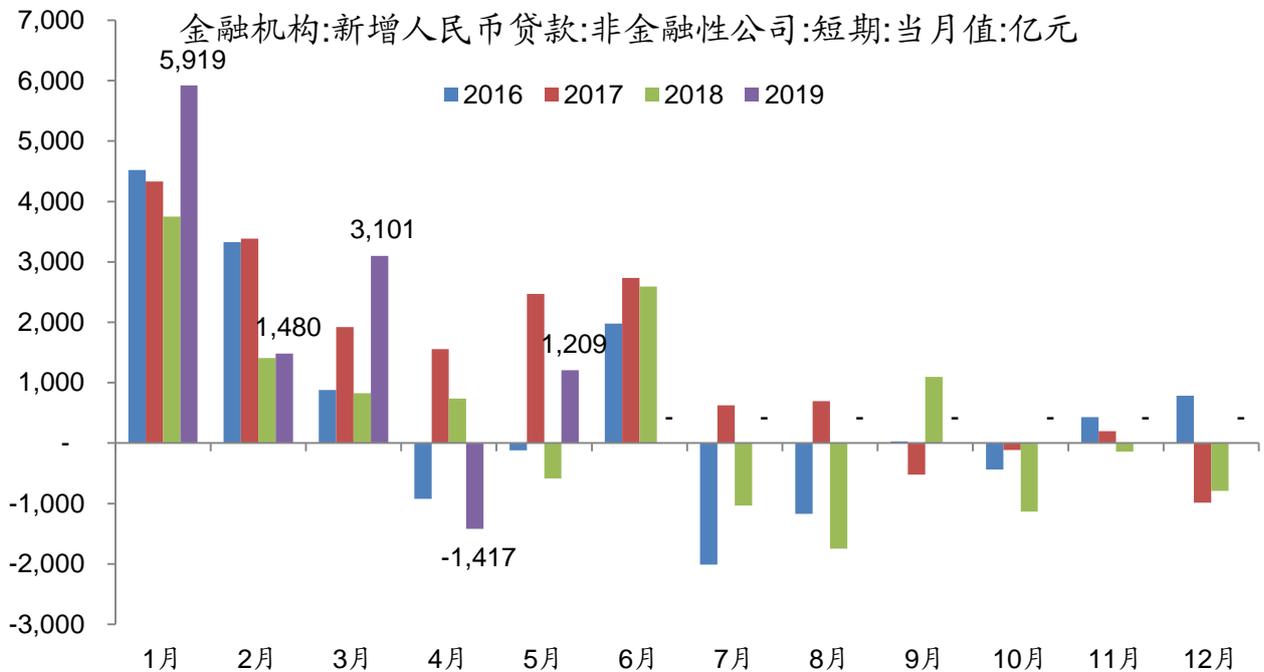
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图23:月度分布:新增人民币贷款:票据融资:当月值(单位:亿元)



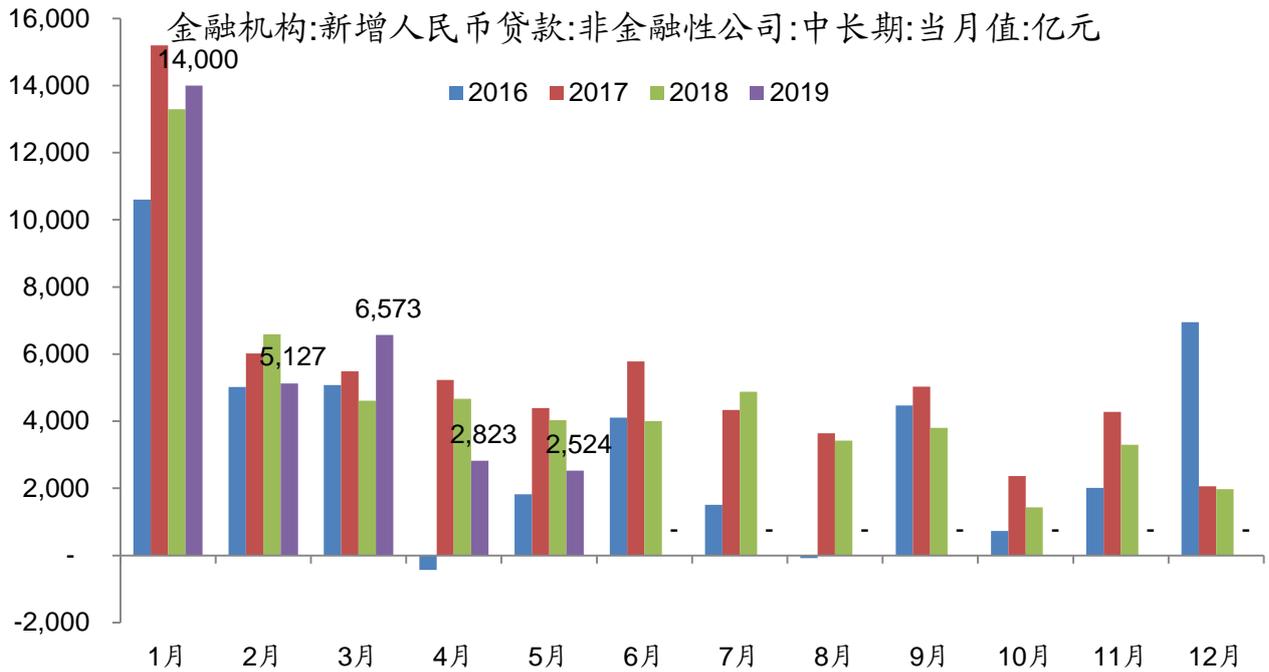
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图24: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)



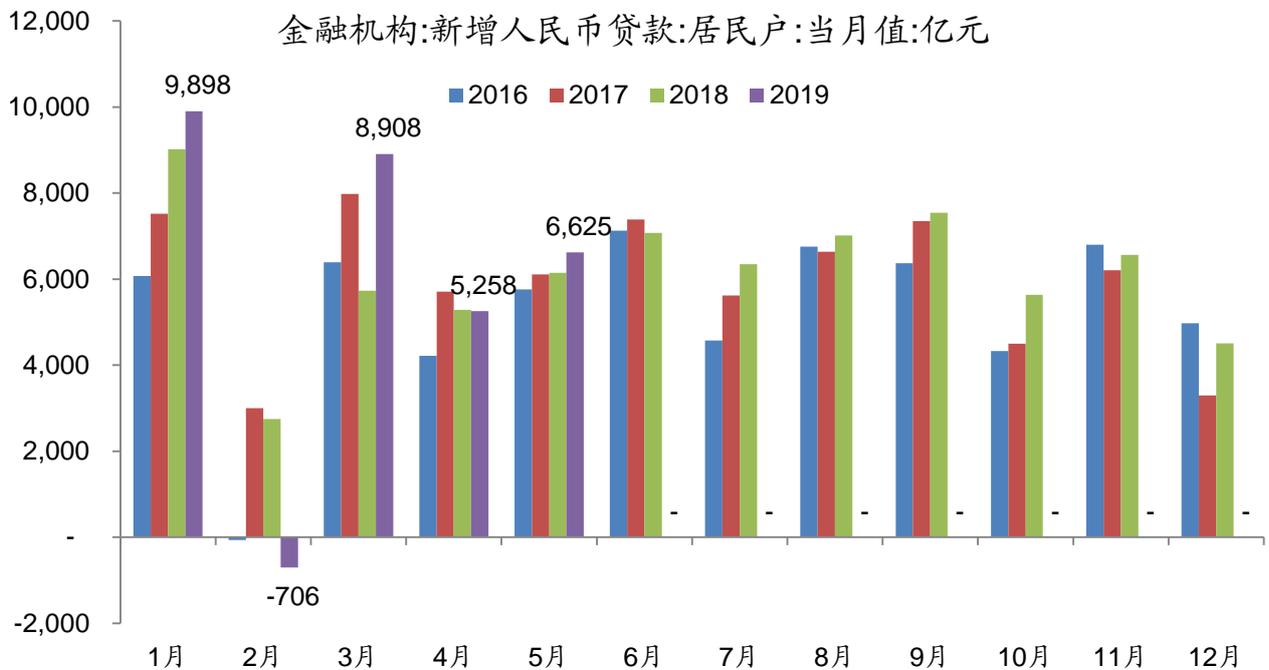
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图25: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)



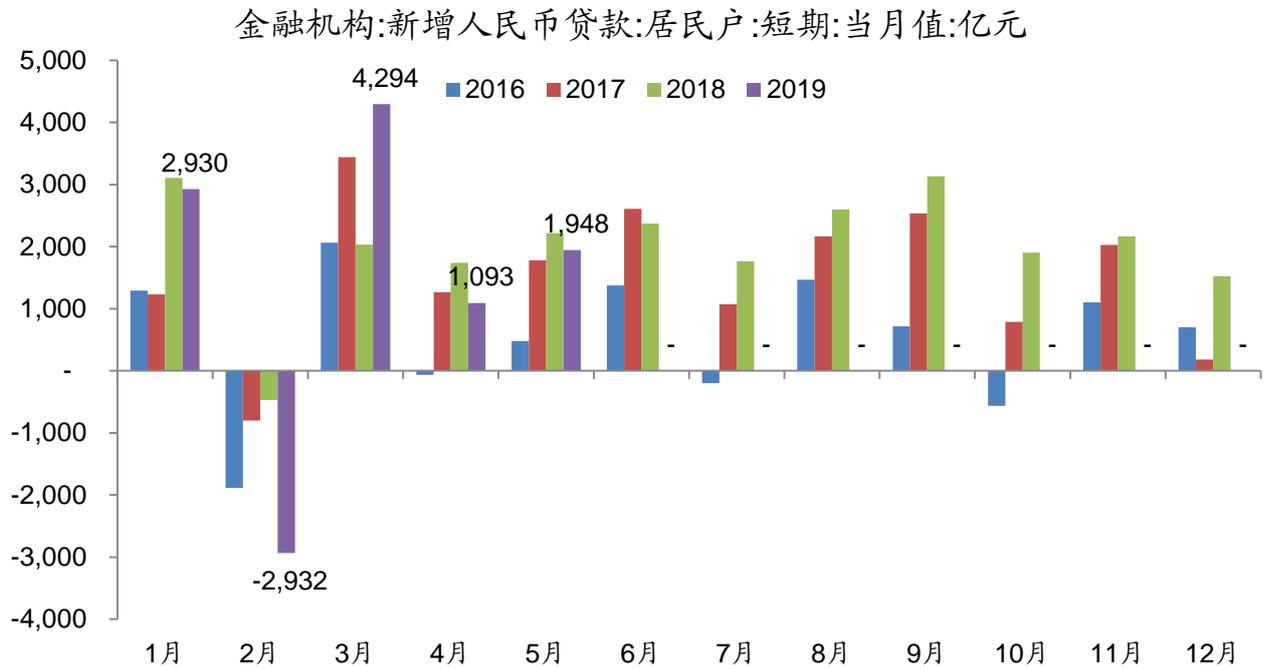
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图26:月度分布:新增人民币贷款:居民户:当月值(单位:亿元)



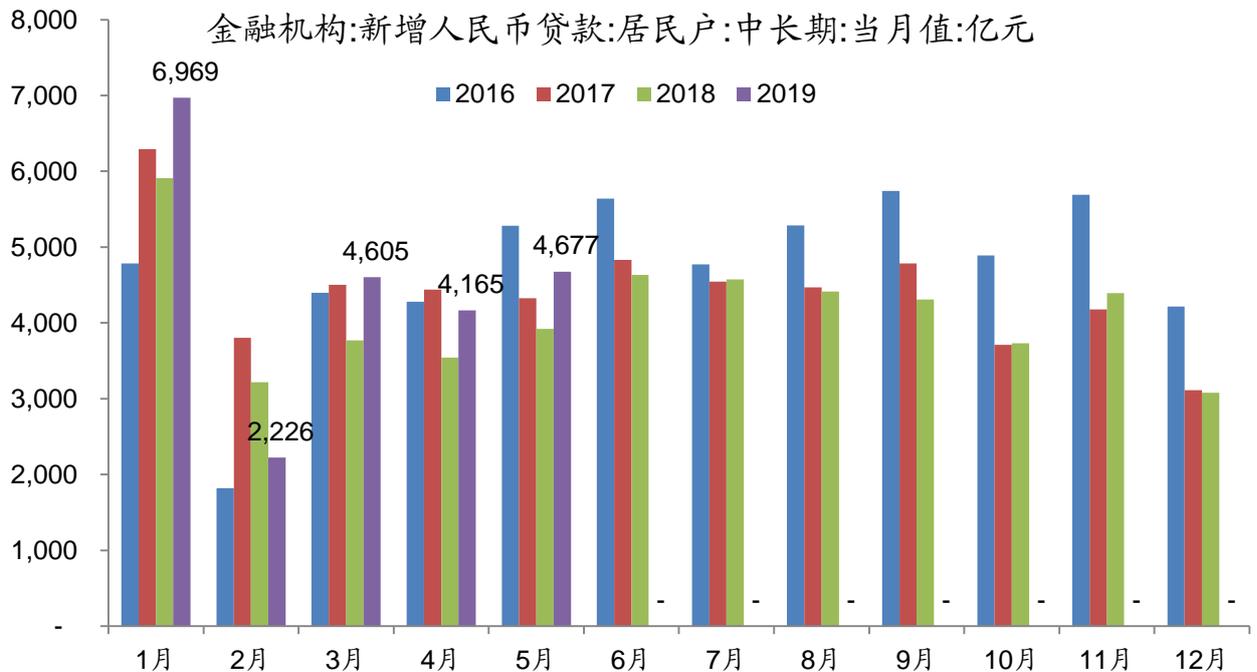
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图27:月度分布:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值(单位:亿元)



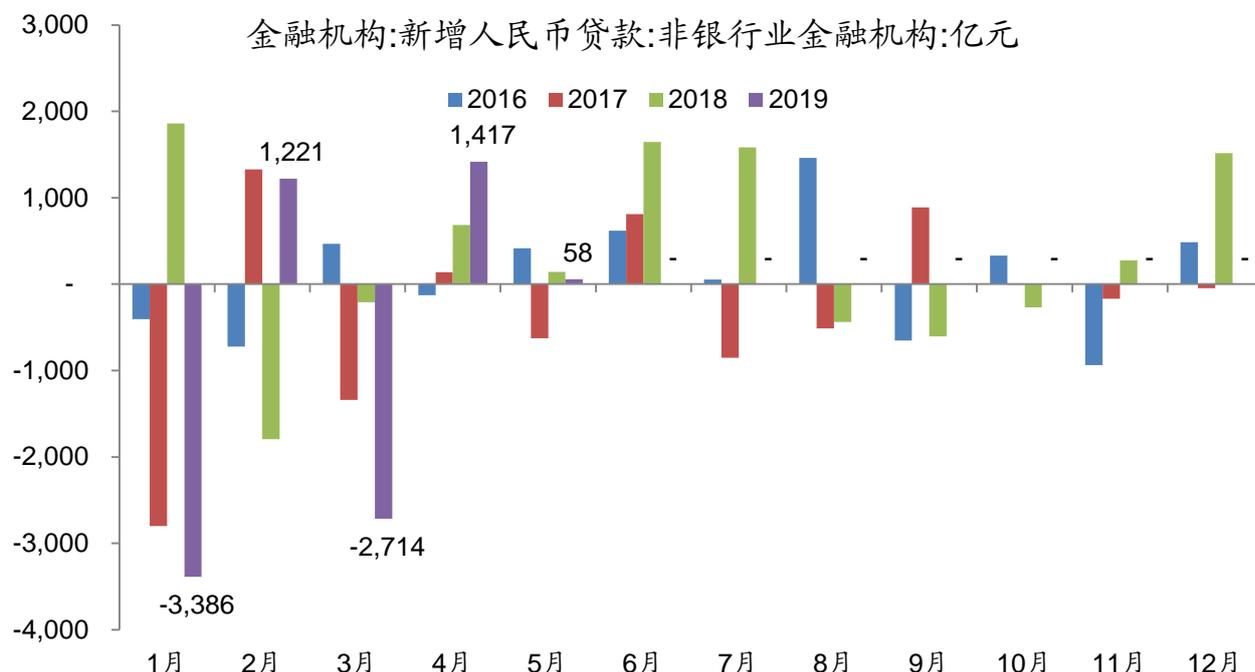
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图28:月度分布:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值(单位:亿元)



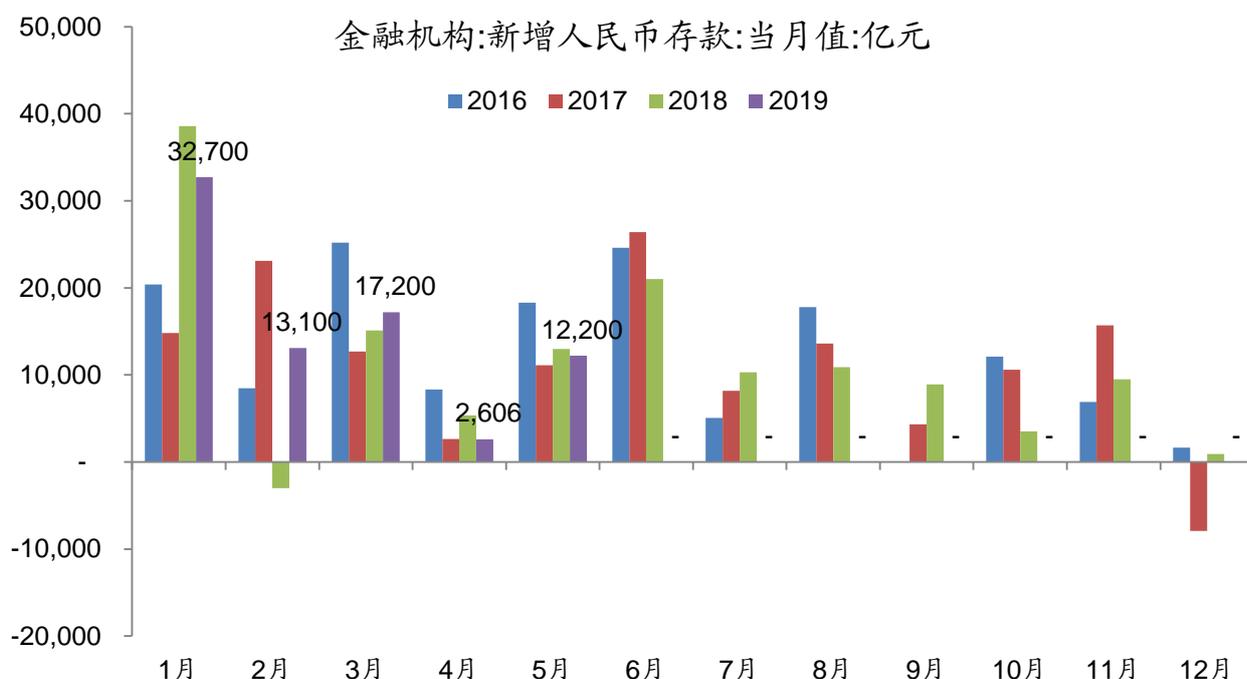
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图29: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)



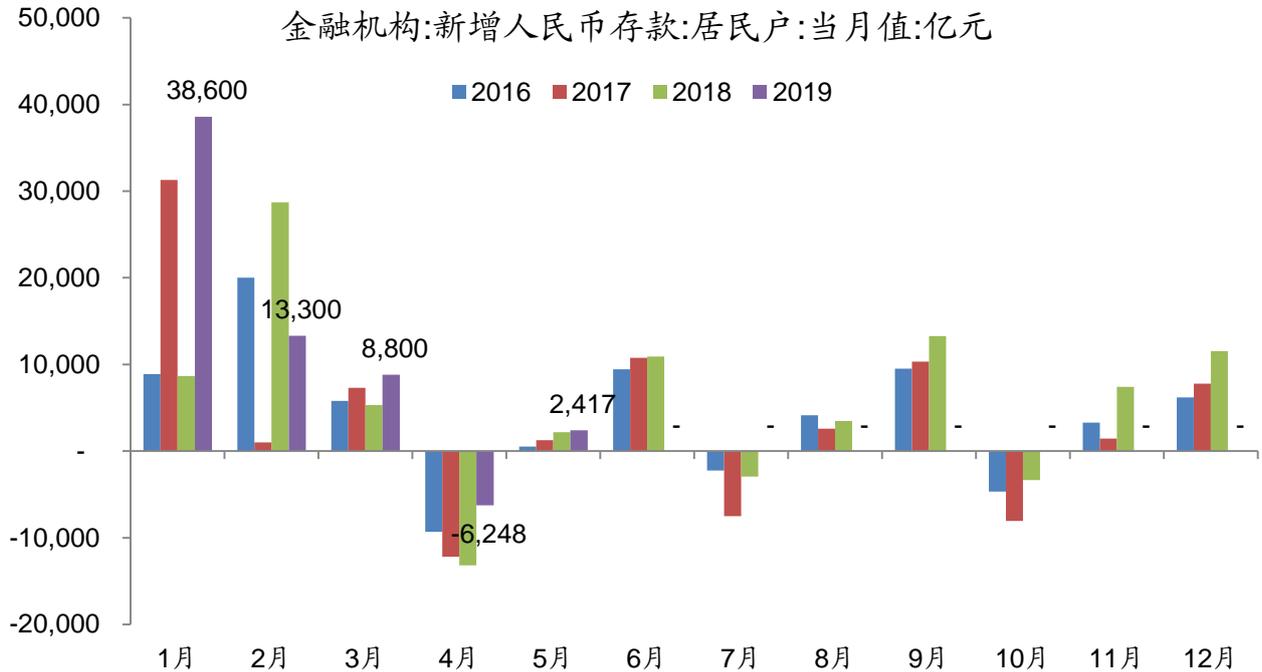
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图30:月度分布:金融机构:新增人民币存款(单位:亿元)



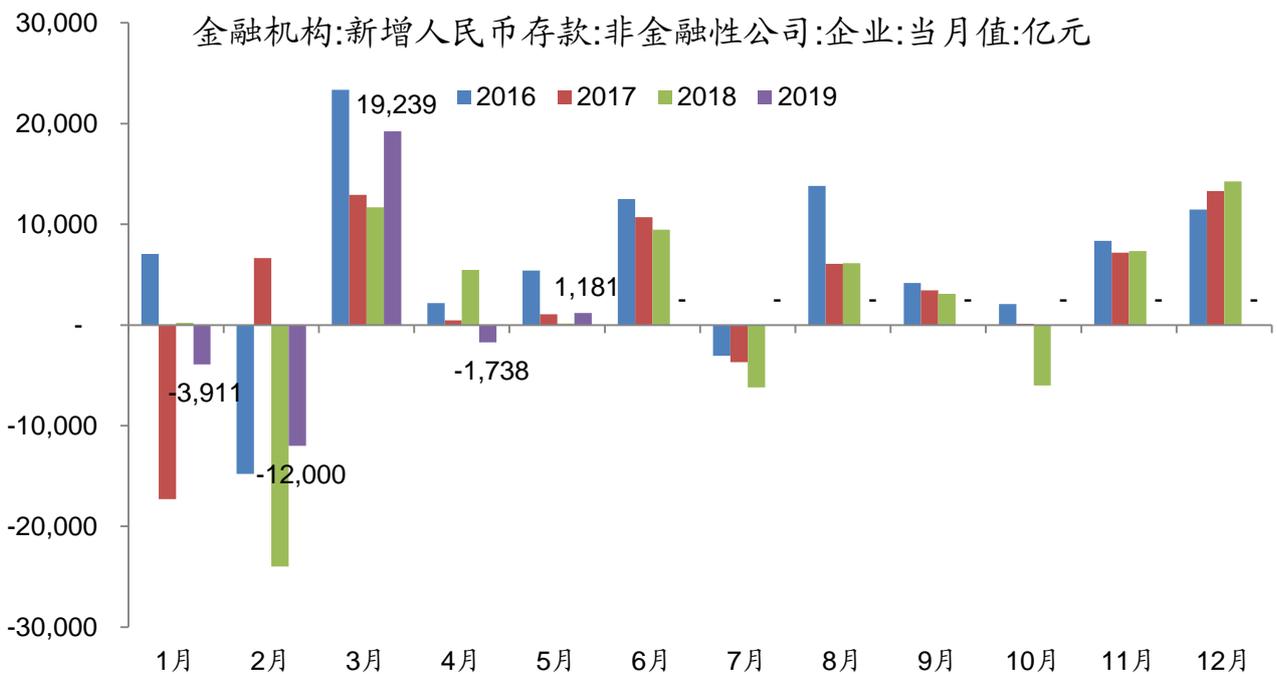
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图31:月度分布:新增人民币存款:居民户:当月值(单位:亿元)



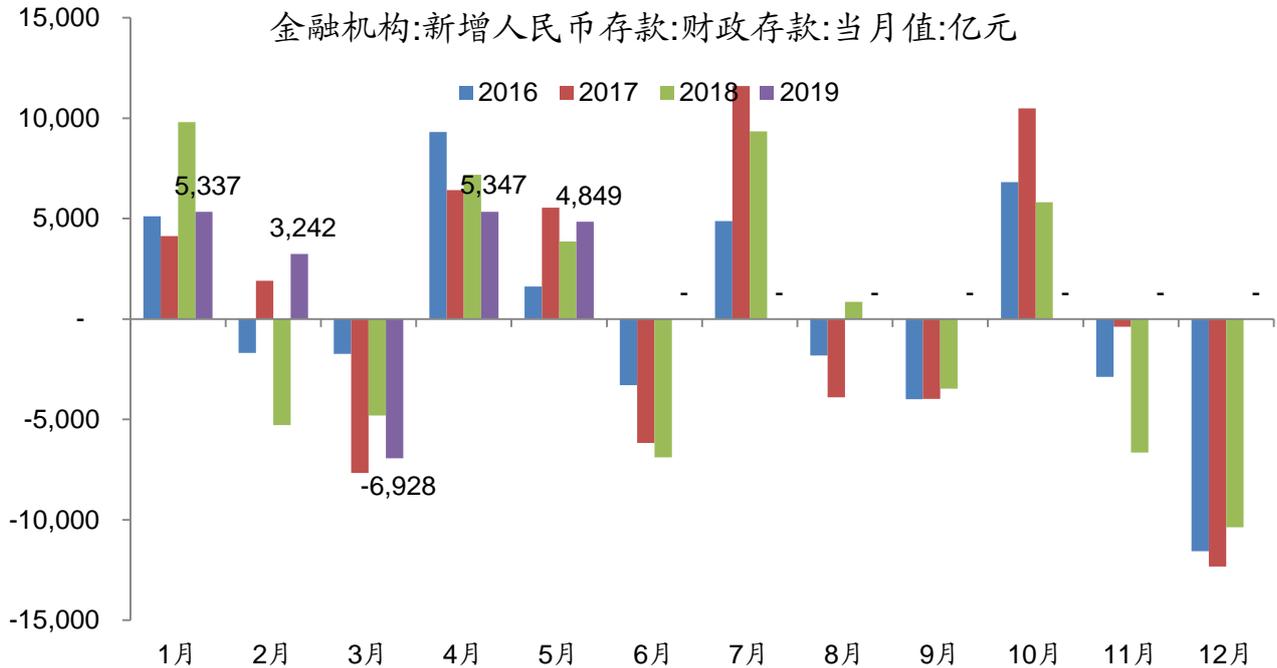
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图32: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)



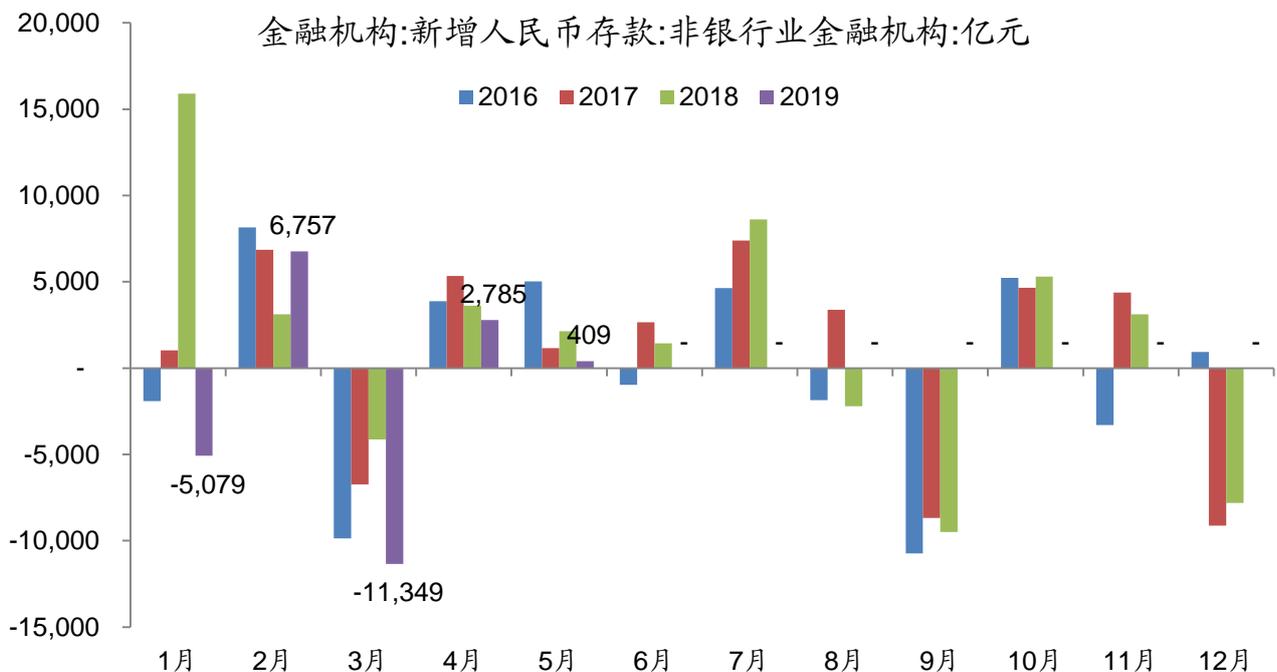
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图33:月度分布:新增人民币存款:财政存款(单位:亿元)



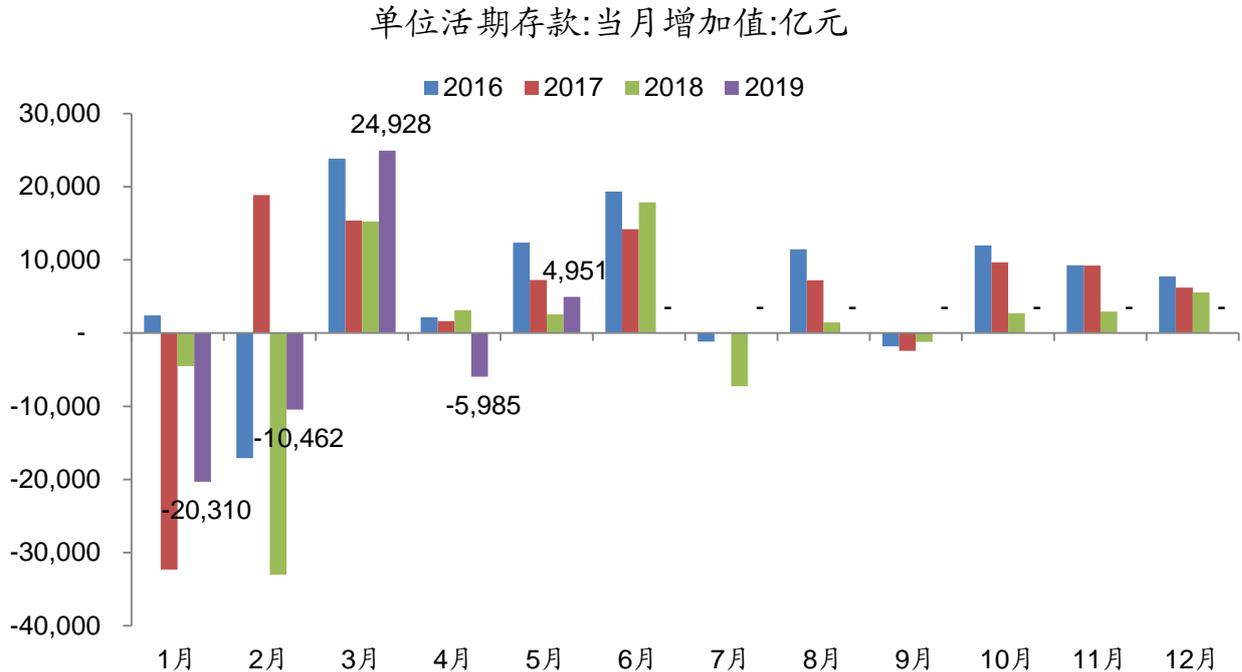
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图34: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35: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

表 2: 港股和美股可比公司估值情况

市场	公司	代码	股价(元)	EPS(元)		PE 估值(倍)		PB 估值(倍)	
			2019/06/12	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
港股 (HKD)	汇丰控股	00005.HK	64.70	4.93	5.28	13.11	12.25	0.90	0.99
	恒生银行	00011.HK	197.40	12.48	13.22	15.82	14.93	2.33	2.00
美股 (USD)	富国银行	WFC.N	46.26	4.28	4.96	10.81	9.33	1.23	1.17
	美国银行	BAC.N	28.24	2.61	2.85	10.82	9.91	1.12	1.05

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 汇丰控股、恒生银行盈利预测数据来自 Wind 一致预测, 股价和 EPS 货币单位为港元; 富国银行、美国银行盈利预测数据来自 Bloomberg 一致预测, 股价和货币单位为美元。

## 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：联系人，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：联系人，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：联系人，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。

## 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

营业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。