

# 非银金融行业

## 证券公司股权管理办法下发，引导行业差异化发展

### ● 证券：证券业改革持续推进，引导行业差异化专业化发展

证监会发布《证券公司股权管理规定》，进一步明确对证券公司的分类管理安排，区分专业类证券公司和综合类证券公司；适当调整单个非金融企业实际控制证券公司股权比例要求。1) 较 2018 年征求意见稿放宽对主要股东及控股股东的净资本及营收要求。条件放宽减轻了对行业的冲击，而着重对券商分类监管和差异化经营的引导。2) 新规提出区分综合类与专业类券商，有望推动证券行业充分竞争，引导尤其是中小券商向差异化、特色化、专业化方向发展。目前证券行业发展格局呈现同质化问题严重，中小券商发展面临严峻挑战。监管对券商进行分类监管的理念一直在完善，包括修订完善证券公司分类评级管理办法，近期又出台鼓励头部券商担当流动性桥梁等举措，一方面鼓励头部券商发挥杠杆作用做大做强，另一方面支持中小券商差异化、专业化、特色化发展。3) 有望加强行业龙头优势展现。新规提出 5 年过渡期结束后仍未达要求券商，将不得继续开展股票期权做市、场外衍生品等高风险业务。开展衍生品业务是证券公司创新业务的重要方向，过渡期结束后部分中小券商或因股东资质未达标影响其创新业务开展，而股东资质较强的大中型券商将在创新业务上获得先发优势。

上交所将于 7 月 22 日举行科创板首批公司上市仪式。已有 25 家公司获得证监会同意注册的批复，系科创板首批挂牌上市公司。涉及的保荐机构共 13 家，中信建投以 5 家领先，华泰证券、中信证券分别以 4 家、3 家紧随其后，券商龙头效应明显。

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资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。建议关注龙头企业：中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、华泰证券 (601688.SH) / HTSC (06886.HK)，及低估值龙头海通证券 (600837.SH) / (06837.HK) 等。

### ● 保险：利率下行投资承压，内含价值可持续发展

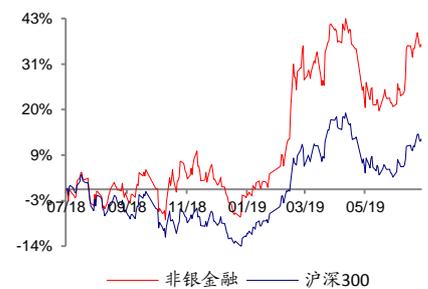
下半年市场对于利率下行预期较为强烈，利率下行对保险投资端造成一定压力。从近几年行业转型来看，各公司通过产品调整使投资端对本身价值的边际影响逐步弱化，专注死费差对利源的贡献增长。同时，即便 18 年以来行业新单增速明显放缓，但得益过去保费的高速积累，过往业务对内含价值的增量释放逐渐明显。以中国平安 2018 年年报披露为例，2018 年内含价值剔除新单后仍能维持近 12% 的内生增长，某种程度上保证未来内含价值可持续发展，缓解负债端压力。当前时点来看，板块负债端和投资端下半年仍然面临短期不确定因素，但考虑估值仍然偏低，长期防御逻辑稳固，布局时点仍然清晰。建议持续关注中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)、新华保险 (601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿 (601628.SH) / (02628.HK)、中国太保 (601601.SH) / (02601.HK)。

### ● 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	2019-07-07

### 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:政策旨在活跃市场, 非银经营环境优化	2019-06-30
非银金融行业:担当流动性桥梁, 头部券商迎来新突破	2019-06-23
非银金融行业:开放与科创齐驱, 基本面稳中有升	2019-06-16

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@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	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	CNY	90.85	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	12.38	9.70	1.38	1.17	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	54.73	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	18.18	13.82	0.87	0.76	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	36.20	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	15.40	12.07	0.87	0.77	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	96.70	20190429	买入	107.73	7.34	9.37	11.63	9.11	1.29	1.10	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	38.35	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	11.25	8.55	0.54	0.47	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	30.9	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	11.61	9.09	0.65	0.58	13%	14%

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	CNY	13.86	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	18.48	14.14	1.26	1.16	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	21.67	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	22.65	11.89	1.04	0.98	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	23.54	20190626	买入	28.90	1.34	1.61	17.57	8.61	1.01	0.92	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.40	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.89	7.57	0.67	0.62	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	13.60	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	12.55	10.30	0.56	0.52	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.54	20190626	买入	20.90	1.34	1.61	10.24	8.52	0.54	0.49	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.46	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	11.47	9.96	1.28	1.17	12%	12%

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。

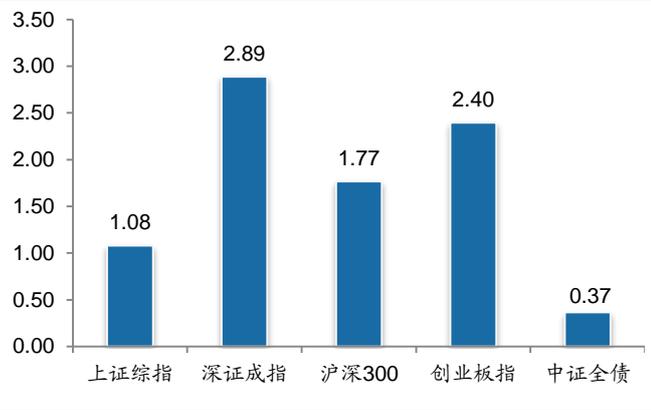
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 7 月 5 日收盘价计算

## 一周表现

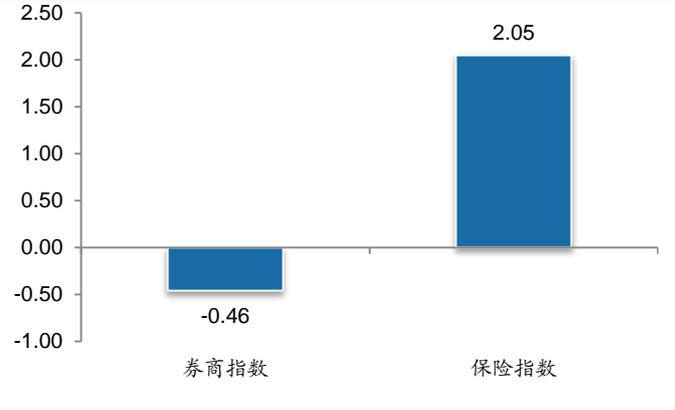
上周上证指数报3011.06点，涨1.08%；深证成指报9443.22，涨2.89%；沪深300报3893.20点，涨1.77%；创业板指数报1547.74点，涨2.40%。券商指数跌0.46%、保险指数涨2.05%。

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：利率下行投资承压，内含价值可持续发展

下半年市场对于利率下行预期较为强烈，利率下行对保险投资端造成一定压力。从近几年行业转型来看，各公司通过产品调整使投资端对本身价值的边际影响逐步弱化，专注死费差对利源的贡献增长。同时，即便2018年以来行业新单增速明显放缓，但得益过去保费的高速积累，过往业务对内含价值的增量释放逐渐明显。以中国平安为例，根据中国平安2018年年报披露，2018年内含价值剔除新单后仍能维持近12%的内生增长，某种程度上保证未来内含价值可持续发展，缓解负债端压力。

当前时点来看，板块负债端和投资端下半年仍然面临短期不确定因素，但考虑估值仍然偏低，长期防御逻辑稳固，布局时点仍然清晰。建议持续关注中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）。

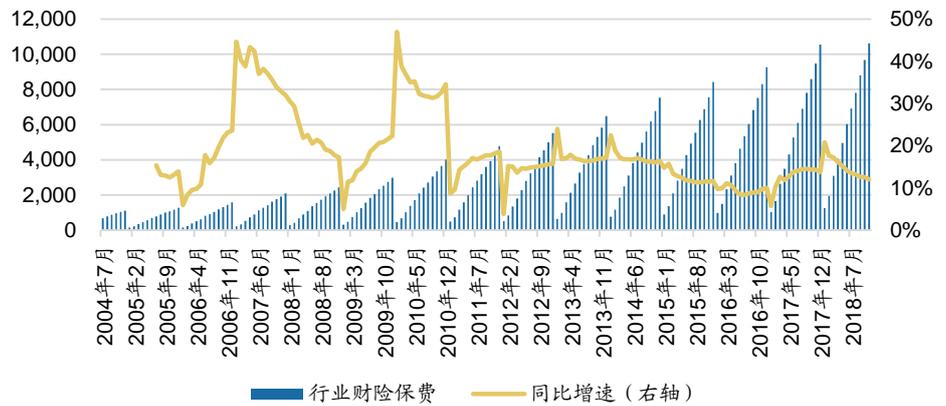
**风险提示：**保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



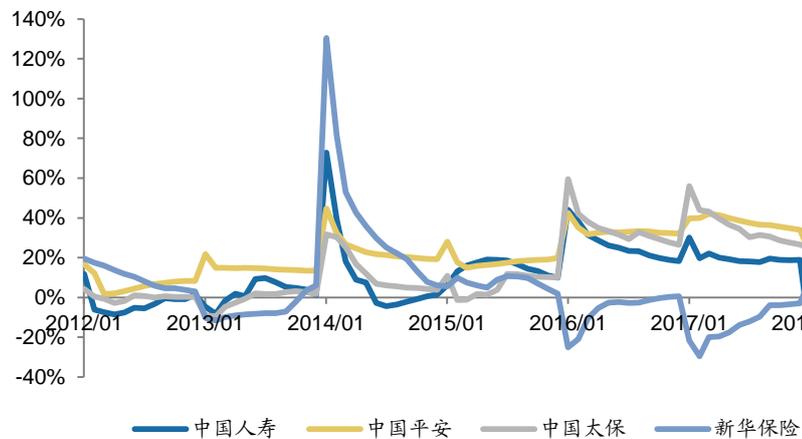
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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



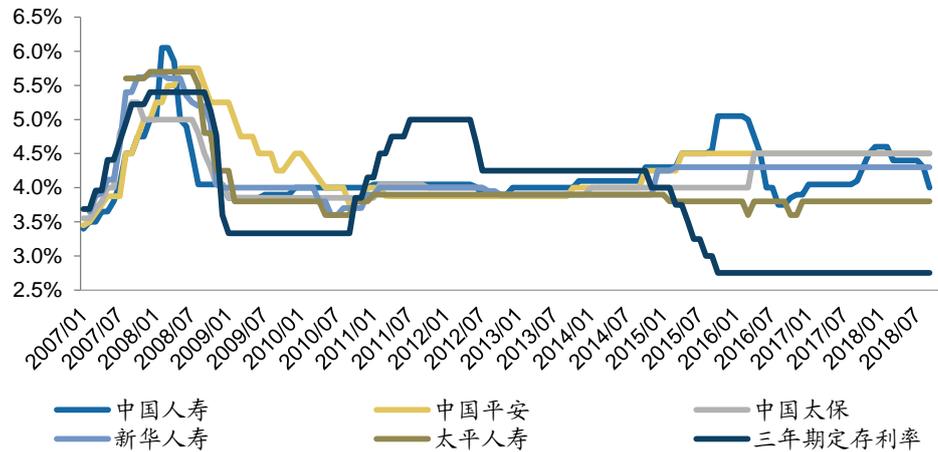
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



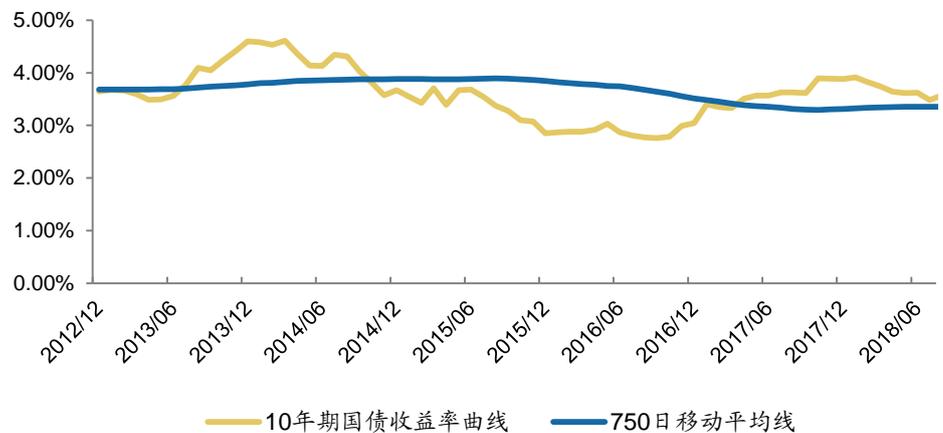
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



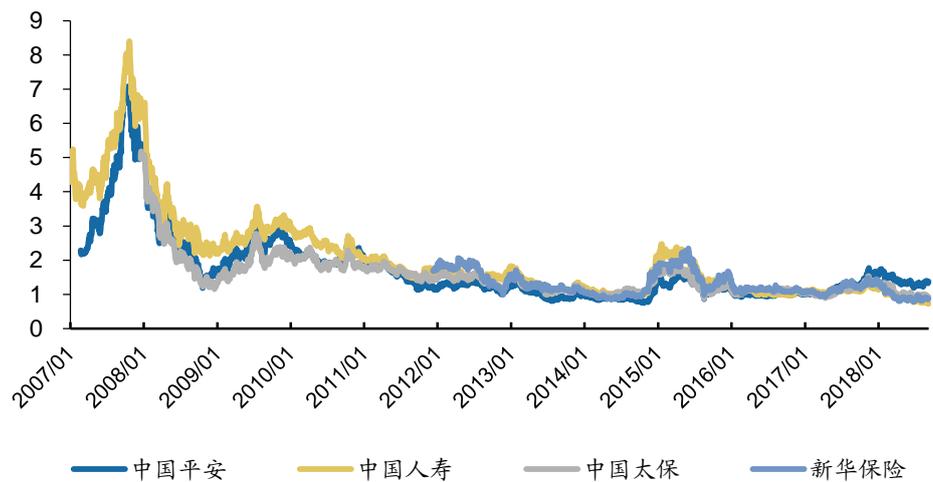
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05
中国人寿	4.1%	4.8%	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%
中国平安-人寿	20.9%	20.9%	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%
中国平安-健康	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%
中国平安-养老	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%
中国平安	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%
中国太保	14.7%	15.0%	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%
新华保险	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%

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	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05
中国人寿	47.3%	-52.5%	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%
中国平安-人寿	9.7%	-11.2%	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%
中国平安-健康	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%
中国平安-养老	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%
中国平安	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%
中国太保	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%
新华保险	92.8%	-40.2%	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%

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	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05
中国人寿	4.7%	19.9%	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%
中国平安-人寿	19.9%	20.4%	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%
中国平安-健康	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%
中国平安-养老	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%
中国平安	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%
中国太保	14.2%	20.3%	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%
新华保险	10.0%	13.7%	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%

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：证券公司股权管理办法落地，引导行业差异化专业化发展

上周证监会发布《证券公司股权管理规定》，提出了“分类管理、资质优良、权责明确、结构清晰、变更有序、公开透明”的原则。一是推动证券公司分类管理，支持差异化发展，区分专业类证券公司和综合类证券公司；二是强化穿透核查，厘清股东背景及资金来源；三是内外结合，实现全程监管。强化内部管理要求，落实主体责任。对此我们分析如下：

**1) 较2018年征求意见稿放宽对主要股东及控股股东的净资产及营收要求。**新规明确了设立证券公司或者证券公司变更注册资本、股权、5%以上股权的实际控制人等事项的申报文件要求，与2018年公布征求意见稿相对比，本次落地文件①将综合类证券公司控股股东的资产规模要求调整为“总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币”，②删除了控股股东“最近3年主营业务收入累计不低于1000亿元”、主要股东“最近3年营业收入累计不低于500亿元”要求；③调整“单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过三分之一”为“不得超过50%”。条件放宽减轻了对行业的冲击，而着重对券商分类监管和差异化经营的引导。

表4：《证券公司股权管理规定》主要内容

股东类型	新规要求
控股股东：持股50%以上或重大影响	满足前要求且： <ul style="list-style-type: none"> <li>①最近3年持续盈利，不存在未弥补亏损；</li> <li>②最近3年长期信用均保持在高水平，最近3年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。</li> <li>③总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币；</li> <li>④核心主业突出，主营业务最近5年持续盈利。</li> <li>⑤入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制。</li> </ul>
主要股东：持股25%以上或持有5%以上第一大股东	<ul style="list-style-type: none"> <li>①净资产不低于人民币2亿元；</li> <li>②具备持续盈利能力，最近3年原则上连续盈利，不存在未弥补亏损；</li> <li>③近3年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列，近3年长期信用均保持在高水平；</li> <li>④具备对证券公司持续的资本补充能力，对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况制定合理有效的风险处置预案；</li> <li>⑤开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配，在资本实力、技术合作、管理服务或者营销渠道等方面具备优势，能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持。</li> </ul>
持股5%以上（但不超过25%）	满足前要求，且 <ul style="list-style-type: none"> <li>①净资产不低于实收资本50%；②或有负债低于净资产50%；</li> <li>③净资产不低于5000万元；④不存在不能清偿到期债务情形</li> </ul>
持股5%以下	<ul style="list-style-type: none"> <li>①信誉良好，最近3年无重大违法违规记录或重大不良诚信记录；不存在因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾3年的情形；没有因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间；</li> <li>②不存在长期未实际开展业务、停业、破产清算、治理结构缺失、内部控制失效等影响履行股东权利和义务的情形；不存在可能严重影响持续经营的担保、诉讼、仲裁或者其他重大事项；</li> <li>③股权结构（逐层追溯至最终权益持有人）清晰；股权结构中不存在信托计划、资产管理计划、投资基金等产品，中国证监会认可的情形除外；</li> </ul>

④不存在对所投资企业经营失败负有重大责任未逾3年的情形；

⑤基于审慎监管原则的其他要求。

通过证券交易所、股份转让系统交易取得证券公司5%以下股份的股东，不适用本条规定。

数据来源：证监会，广发证券发展研究中心

注：标红文字为新规对比2015年《证券公司行政许可审核工作指引第10号——证券公司增资扩股和股权变更》新增要求

**2) 新规提出区分综合类与专业类券商，有望推动证券行业充分竞争，引导尤其是中小券商向差异化、特色化、专业化方向发展。**目前证券行业发展格局呈现同质化问题严重，中小券商发展面临严峻挑战。头部券商资本实力充足，各业务线均衡发展，呈现“大而全”与“强者更强”的明显优势。而中小券商资本金实力较弱，业务结构单一，抗风险能力偏低，仍然坚持“小而全”的发展方式，无差异的竞争导致与头部券商差距不断拉大。

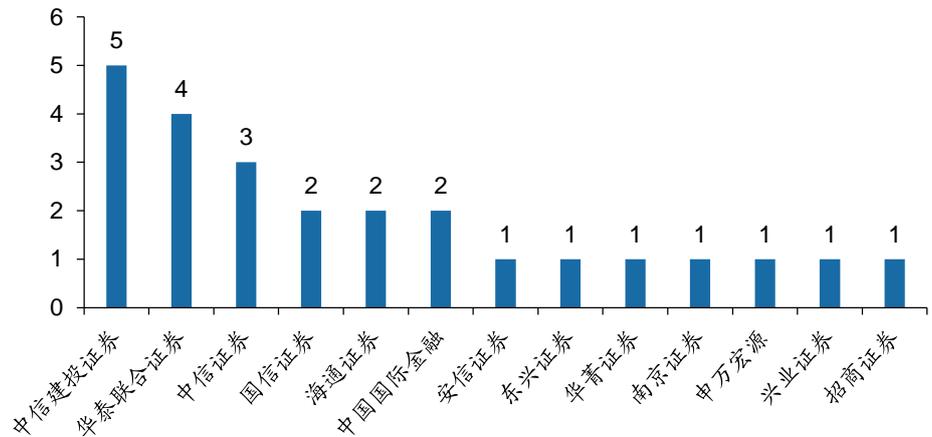
监管对券商进行分类监管的理念一直在完善，2006年证券业协会下发创新类证券公司和规范类证券公司评审办法，对两类公司净资本等财务指标分别提出要求。2017年监管重新修订完善证券公司分类评级管理办法，近期又出台鼓励头部券商担当流动性桥梁等举措，我们已清晰可见，监管部门将对证券行业采取分类管理，一方面鼓励头部券商发挥杠杆作用做大做强，另一方面支持中小券商差异化、专业化、特色化发展。

**中小证券公司依托差异化发展获得合理的估值在海外有先例可循。**据我们在《美国证券业研究：激荡四十年》中的分析，聚焦折扣券商、精品投行和资产管理的中小投行实现了相比五大投行更高的ROE和PB估值水平。目前我国行业内中小券商也在不断探索突围路径，围绕传统的轻资产业务，如经纪、投行、资管、研究等，结合自身优势，实现突破。包括以经纪业务为突破口的东方财富、以投行为突破口的国金证券、以资管为突破口的东方证券和以研究为突破口的长江证券等。本次新规主要明确股东资质要求，后续新规配套文件有望出台分类管理相关细则，落实执行。

**3) 有望加强行业龙头优势展现。**新规提出，对综合类证券公司控股股东暂时达不到《股权规定》明确的资产规模等条件的，给予5年过渡期。但5年后仍未达要求券商，将不得继续开展股票期权做市、场外衍生品等高风险业务。根据我们数据梳理，部分上市中小券商如华林证券、东北证券、浙商证券等控股股东2018年净资产规模未达要求。开展衍生品业务是证券公司创新业务的重要方向，过渡期结束后部分中小券商或因股东资质未达标影响其创新业务开展，而股东资质较强的大中型券商（包括中信证券、中金公司、海通证券、国泰君安等）将在创新业务上获得先发优势。

**科创板鸣锣在即，上交所将于7月22日举行科创板首批公司上市仪式。**根据上交所数据披露，截至7月4日，已受理141家公司提交的发行上市申请，向118家公司发出了首轮问询函，科创板股票上市委员会已审议通过31家公司的发行上市申请，已有25家公司获得证监会同意注册的批复，系科创板首批挂牌上市公司。25家公司平均募资12.44亿，合计募资约310.98亿。涉及的保荐机构共13家，中信建投以5家领先，华泰证券、中信证券分别以4家、3家紧随其后，龙头效应明显。

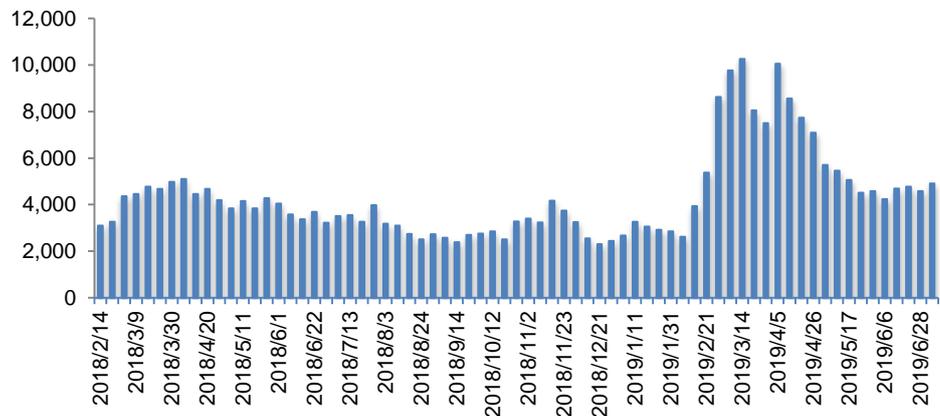
图10: 首批科创板注册公司保荐机构情况 (家)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

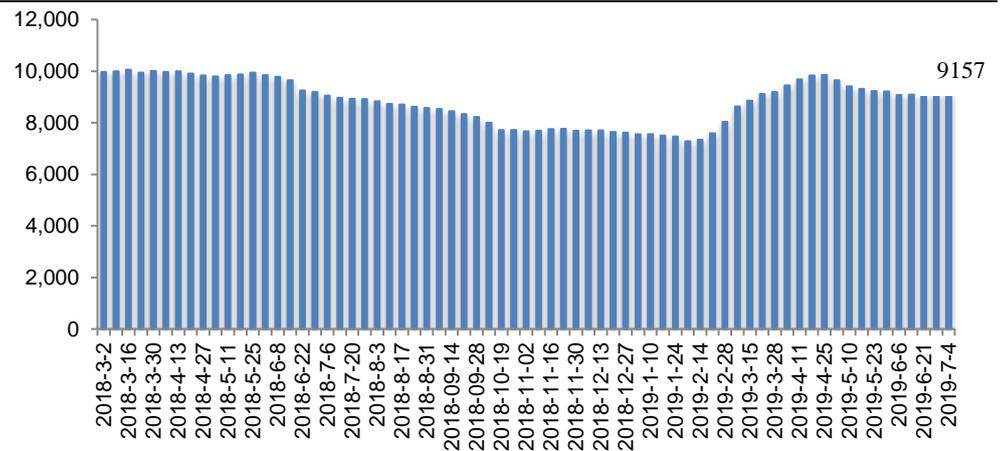
我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会，证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。个股方面建议重点关注受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、华泰证券 (601688.SH) / HTSC (06886.HK)，及低估值龙头海通证券 (600837.SH) / (06837.HK) 等。

图11: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



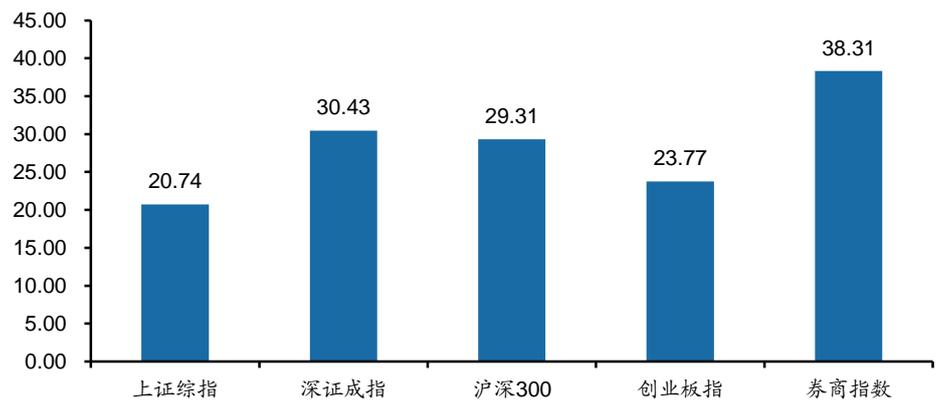
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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:** 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。

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	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	44.21	4.73	4.99	5.13	9.35	8.86	8.62	1.03	0.99	0.93

(USD)	高盛集团	GS.N	207.90	25.53	26.57	28.16	8.14	7.82	7.38	0.97	0.89	0.85
港股	友邦保险	01299.HK	86.25	1.68	3.77	4.34	44.22	19.71	17.12	2.94	2.57	2.27
(HKD)	中国太平	00966.HK	21.50	1.81	2.61	3.19	10.67	7.40	6.06	1.06	0.94	0.82

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 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。

## 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 : 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 : 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。