

银行业

城商行缩表可能已经开始

2019年5月24日包商银行接管事件以来，银行间市场波动较大。得益于监管的呵护，银行间紧张情绪逐渐平缓。

随着银行（同业）刚兑预期打破，金融机构间的信用成本已经明显分层，过去靠同业链条扩张的业务类型大概率难以为继。整个金融体系的风险偏好和信用扩张能力、意愿可能会下降，这将进一步影响相关融资主体融资现金流和偿债能力，反过来影响银行体系资产质量。显然，这一影响是动态的，包商银行事件逐渐从快变量变为慢变量。

未来一段时间内，中小行和非银资管缩表可能是大概率事件。被动来看，负债端融资难度加大，需要通过收缩资产端进行匹配。其中快变量是同业负债的收缩，慢变量是对公甚至零售存款的迁徙。主动来看，由于同业刚兑信仰不再，中小金融机构和非银资管融资成本将上升，在资产端收益率无法对应提升，甚至下行的环境下，主动缩减扩张速度是理性选择。

目前 Wind 有披露总资产规模的银行 513 家，其披露的总额约 250 万亿，剩余约有 20 万亿的银行业机构总资产不在样本范围内。样本银行中，主体评级 AA+ 及以下银行总资产约 23.5 万亿，根据我们测算，如果这部分银行资产增速从 10% 降为 0，对社融增速的边际影响约 -1.2%。

从最新 6 月份债券市场数据来看，城市商业银行缩表可能已经开始。负债端，2019 年 6 月份城商行同业存单净融资约为 -2500 亿元，为有史以来最低值。

资产端，中债登和上清所公布的债券托管数据显示，从有明细数据券种来看，2019 年 6 月份城商行减持银行间市场债券约 2400 亿元，是有史以来单月减持最大月份。减持品种方面，以国债、地方债、政金债、同业存单等高等级、高流动性债券为主，一定程度上显示了负债端流动性压力向资产端传导。可以预见，在城商行被动减持高流动性债券的同时，大概率不会主动扩表增加贷款、非标、信用债等低流动性资产，这可能会在 6 月份社融数据中有所体现。

6 月社融前瞻：我们预计 2019 年 6 月份整体信贷增量 1.5 万亿，其中社融内人民币贷款 1.3 万亿。预计社融增量约 1.64 万亿元（去年 6 月 1.49 万亿元），同比多增主要受益于 6 月份专项债发力和去年非标、票据低基数。预计社融余额同比增速 10.6%，与上月持平。详细科目前瞻和逻辑见正文。

风险提示：1. 中小银行和非银资管缩表导致信用收缩超预期。2. 不良上升压力超预期。3. 外部环境不确定增加，情绪变化超预期。4. 经济下行压力超预期。

行业评级

买入

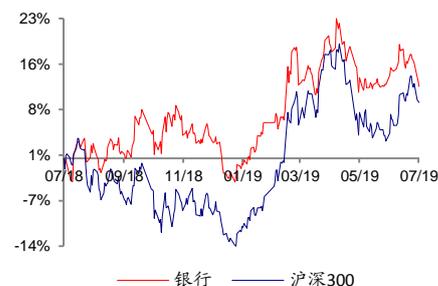
前次评级

买入

报告日期

2019-07-11

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

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：

- 银行业:短期反弹有望延续，中期业绩增速预计回落 2019-07-07
- 银行业:盘活存单流动性，激励签约执行 2019-07-04
- 银行业:流动性有望边际改善，板块反弹窗口开启 2019-06-30

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)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
农业银行	601288.SH	CNY	3.59	2019/4/29	买入	4.48	0.60	0.62	5.98	5.79	0.72	0.66	12.52	11.99
招商银行	600036.SH	CNY	35.12	2019/7/1	买入	36.35	3.55	3.97	9.89	8.85	1.55	1.37	16.58	16.43
中信银行	601998.SH	CNY	5.87	2019/3/29	买入	7.15	0.92	0.96	6.38	6.11	0.66	0.60	10.76	10.29
平安银行	000001.SZ	CNY	13.56	2019/4/23	买入	17.06	1.49	1.63	9.09	8.32	0.95	0.86	11.03	10.86
宁波银行	002142.SZ	CNY	22.27	2019/4/26	买入	23.74	2.55	2.98	8.73	7.47	1.50	1.28	18.69	18.54
常熟银行	601128.SH	CNY	7.90	2019/4/26	买入	11.77	0.79	0.93	10.03	8.49	1.20	1.07	13.11	13.33
农业银行	01288.HK	HKD	3.23	2019/4/29	买入	4.34	0.60	0.62	4.74	4.59	0.57	0.52	12.52	11.99
招商银行	03968.HK	HKD	37.60	2019/7/1	持有	38.74	3.55	3.97	9.33	8.34	1.46	1.29	16.58	16.43

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。

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计算

目录索引

包商银行事件影响可能从快变量变为慢变量.....	5
中小银行和非银资管缩表是大概率事件.....	5
城商行缩表可能已经开始.....	6
6月社融前瞻：预计同比增速 10.6%.....	9
风险提示	10

图表索引

图 1: 商业银行债信用利差	5
图 2: 城商行同业存单月度净融资 (亿元)	7
图 3: 城商行银行间债券持有余额月度变化 (亿元)	7
表 1: 银行业样本资产及同业负债一览 (亿元)	6
表 2: 近期分类型银行同业存单约变化一览 (亿元)	6
表 3: 银行间债券市场投资者结构一览 (亿元)	8
表 4: 城商行银行间债券投资分布一览 (亿元)	8
表 5: 2019 年 6 月社融数据前瞻	10

包商银行事件影响可能从快变量变为慢变量

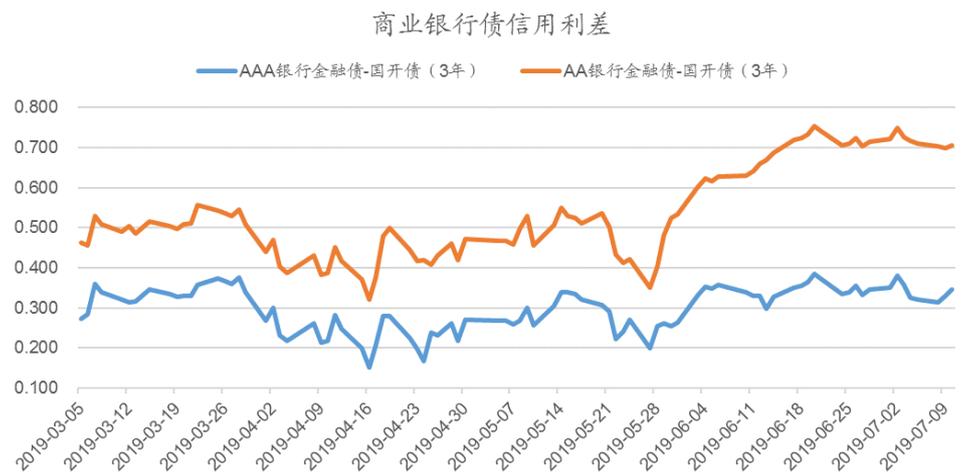
2019年5月24日包商银行接管事件以来，银行间市场波动较大。得益于监管的呵护，银行间紧张情绪逐渐平缓。

但我们认为，随着银行（同业）刚兑预期打破，金融生态发生较大变化，流动性问题缓和不代表事件影响已经过去。事实上，金融机构间的信用成本已经明显分层，过去靠同业链条扩张的业务类型大概率难以为继。

一定程度上，同业链条是金融体系资金风险偏好提升的链条，随着末端风险偏好高的中小行和非银资管等机构业务收缩，整个金融体系的风险偏好和信用扩张能力、意愿可能会下降，这将进一步影响相关融资主体融资现金流和偿债能力，反过来影响银行体系资产质量。

显然，这一影响是动态的，包商银行事件逐渐从快变量变为慢变量。

图 1：商业银行债信用利差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

中小银行和非银资管缩表是大概率事件

未来一段时间内，中小行和非银资管缩表可能是大概率事件。

被动来看，负债端融资难度加大，需要通过收缩资产端进行匹配。其中快变量是同业负债的收缩，慢变量是对公甚至零售存款的迁徙。

主动来看，由于同业刚兑信仰不再，中小金融机构和非银资管融资成本将上升，在资产端收益率无法对应提升，甚至下行的环境下，主动缩减扩张速度是理性选择。

目前Wind有披露总资产规模的银行513家，其披露的总额约250万亿，剩余约

有20万亿的银行业机构总资产不在样本范围内。

样本银行中，主体评级AA+及以下银行总资产约23.5万亿，根据我们测算，如果这部分银行资产增速从10%降为0，对社融增速的边际影响约-1.2%。

表 1：银行业样本资产及同业负债一览（亿元）

银行类别	总资产	总负债	同业和 其它金融 机构存放 款项	拆入资 金	卖出回 购	应付债 券	同业融 入	同业融 入+应付 债券	同业融入 +应付债 券/总负 债
国有大型商业银行	1,186,415	1,093,688	66,922	21,910	7,492	34,101	96,324	130,425	11.9%
政策性银行	260,419	243,041	36,598	1,219	712	153,924	38,530	192,454	79.2%
股份制商业银行	496,284	459,679	64,093	11,777	8,107	53,512	83,976	137,488	29.9%
城市商业银行	353,554	327,789	27,352	6,660	9,132	48,304	43,145	91,449	27.9%
农村商业银行	166,296	153,151	6,169	1,866	5,422	9,769	13,457	23,226	15.2%
外资法人银行	22,775	20,263	2,234	1,774	426	657	4,434	5,091	25.1%
民营银行	3,808	3,546	624	12	25	308	660	969	27.3%
农村信用社	2,022	1,831	43	-	18	-	60	60	3.3%
住房储蓄银行	258	229	67	15	-	39	82	121	52.7%
村镇银行	431	246	8	-	1	1	9	10	4.2%
总计	2,492,263	2,303,463	204,110	45,234	31,335	300,615	280,679	581,294	25.2%
AAA	1,996,293	1,843,517	155,102	41,238	23,334	126,965	219,675	346,639	18.8%
主体评级AA+及以下银行	235,551	216,906	12,409	2,777	7,288	19,726	22,475	42,201	19.5%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：数据截至 Wind 可获取的最新一期财报数据

城商行缩表可能已经开始

从下表中可以看出，目前我国金融生态下，由于自身禀赋和行业竞争原因，城商行更加依赖于同业，其缩表压力更大。事实上，从最新6月份债券市场数据来看，城市商业银行缩表可能已经开始。

负债端，从日频的银行债券融资数据来看，5月底以来，城商行和农商行债券融资不顺，债券余额快速下滑，主要原因是同业存单发行成功率较低，2019年6月份同业存单净融资约为-2500亿元，为有史以来最低值。

表 2：近期分类型银行同业存单约变化一览（亿元）

同业存单余额	2019/5/24	2019/6/30	0630-0524	2019/7/9	0709-0630
城市商业银行	44739.8	41860.2	-2879.6	42638	777.8
股份制商业银行	36753.2	37525.8	772.6	38299.2	773.4
国有大型商业银行	9228.8	9587.6	358.8	10022.7	435.1
农村商业银行	10317.7	9649.6	-668.1	9846.1	196.5
民营银行	256.7	234.4	-22.3	234.9	0.5
住房储蓄银行	4.3	1.8	-2.5	1.8	0
农村信用社	57.9	48.7	-9.2	53.7	5
外资法人银行	435.7	540	104.3	599.6	59.6
村镇银行	6.7	6.7	0	7.2	0.5
农村合作银行	0	0	0	0	0

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 城商行同业存单月度净融资 (亿元)



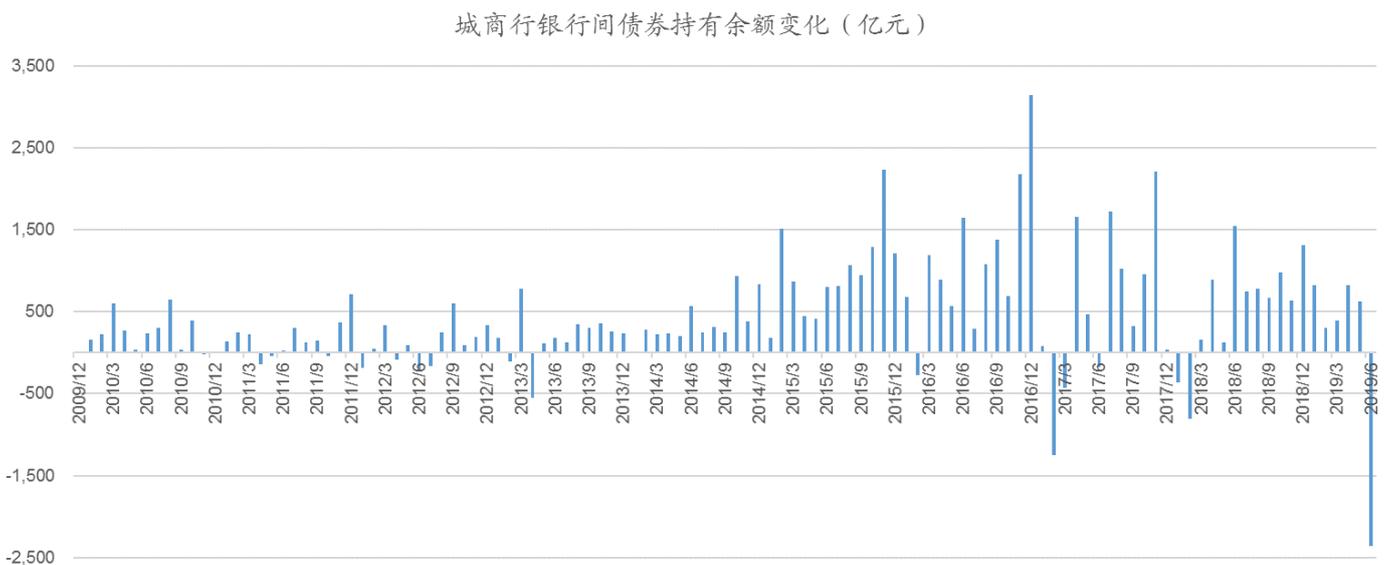
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产端, 从月频的中债登和上清所公布的债券托管数据来看, 2019年6月份城商行减持债券明显。从有明细数据券种来看, 2019年6月份城商行减持银行间市场债券约2400亿元, 是有史以来单月减持最大月份。

减持品种方面, 以国债、地方债、政金债、同业存单等高等级、高流动性债券为主, 一定程度上显示了负债端流动性压力向资产端传导。

可以预见, 在城商行被动减持高流动性债券的同时, 大概率不会主动扩表增加贷款、非标、信用债等低流动性资产, 这可能会在6月份社融数据中有所体现。

图 3: 城商行银行间债券持有余额月度变化 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 银行间债券市场投资者结构一览 (亿元)

机构类别		6月-5月	2019/6/30	2019/5/31	2019/4/30	2019/3/31	2019/2/28	2019/1/31
银行业机构	全国性商业银行	4,765	328,102	323,337	321,682	317,038	312,043	309,145
	城市商业银行	-2,361	61,275	63,635	63,014	62,191	61,798	61,500
	农商行及农合行	-38	55,857	55,895	55,054	53,499	52,043	49,302
	村镇银行	5	196	191	193	186	180	166
	外资银行	43	5,855	5,813	5,524	5,584	5,511	5,569
	其他商业银行	23	693	670	676	754	737	681
	信用社	-498	13,414	13,912	13,993	13,304	13,352	12,740
	财务公司	-45	2,129	2,174	2,106	2,125	2,135	2,082
	其他特殊结算成员	-19	631	650	703	803	969	967
	保险机构	602	20,097	19,495	19,232	18,604	18,695	18,938
非银行金融机构	基金公司及基金会	7	61	54	50	45	42	42
	证券公司	283	12,449	12,166	11,729	12,228	11,390	11,473
	信托公司	2	19	18	19	19	23	21
	其他金融机构	120	1,547	1,427	1,341	1,301	1,389	1,411
	广义基金	5,111	209,751	204,640	203,134	204,348	202,881	203,889
产品户								
其中: 中债登								
商业银行理财产品	1,802	19,391	17,588	17,358	17,699	16,516	16,292	
主要为PPN								
上清所倒减项	203	23,648	23,446	23,310	22,857	22,593	22,718	
二级托管								
交易所	788	17,389	16,601	16,285	16,146	16,471	16,882	
境外机构	747	19,543	18,796	17,703	17,643	17,524	17,549	
央行	-	15,250	15,250	15,250	15,250	15,250	15,250	
政策性银行	-494	25,736	26,230	25,708	25,756	25,424	25,609	
个人为主								
柜台市场	18	8,810	8,792	8,815	7,960	7,920	7,781	
自贸区市场	-	30	30	30	30	30	30	
非金融机构	-1	85	86	84	83	87	86	
总计	9,260	822,567	813,307	805,638	797,755	788,485	783,832	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 4: 城商行银行间债券投资分布一览 (亿元)

券种类别	6月-5月	2019/6/30	2019/5/31	2019/4/30	2019/3/31	2019/2/28	2019/1/31
记账式国债	-612	13,428	14,041	13,648	13,481	13,486	13,508
储蓄国债(电子式)	-	-	-	-	-	-	-
地方政府债	-577	16,869	17,446	17,374	16,924	16,709	16,277
国家开发银行债	-327	8,065	8,392	8,383	8,202	8,155	8,129
中国农业发展银行债	-304	5,409	5,713	5,624	5,562	5,621	5,660
中国进出口银行债	-120	3,848	3,968	3,920	3,872	3,689	3,671
同业存单	-292	5,456	5,747	5,681	6,129	6,378	6,455
二级资本工具	-72	753	825	833	816	814	815
商业银行普通债	-25	1,389	1,414	1,438	1,318	1,251	1,256
商业银行次级债	-	6	6	6	6	6	6
商业银行混合资本债	-	2	2	4	4	15	15
资产支持证券	-79	1,172	1,251	1,236	1,232	1,236	1,240
政府支持机构债券	5	640	635	632	637	636	628
资产管理公司金融债	24	59	35	55	49	51	55
中期票据	-19	1,434	1,453	1,479	1,334	1,293	1,258
企业债	-4	1,831	1,835	1,781	1,765	1,757	1,758
上清所倒减项	-	-	-	-	-	-	-
超短期融资券	58	626	568	620	553	406	471
短期融资券	17	112	95	94	105	104	104
信贷资产支持证券	-	8	8	8	8	8	8
金融企业短期融资券	5	8	3	1	1	1	-
绿色债务融资工具	-3	11	14	14	12	12	12
区域集优中小企业集合票据	-	-	-	-	-	-	-
非wind明细券种: 非银行金融债、银行永续债、央票、其他债券、外国债券	-37	149	186	184	183	170	175
总计	-2,361	61,275	63,635	63,014	62,191	61,798	61,500

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

6月社融前瞻：预计同比增速 10.6%

当前，市场对6月份社融和信贷预期分歧较大，主要分歧在贷款和非标科目。可能与市场对包商银行时间影响幅度理解不一致有关。我们认为，受包商银行事件影响，6月份中小行信贷增量大概率不及预期，将拖累信贷和社融增速。

7月4号银保监会国新办新闻发布会新闻稿披露，“上半年，新增人民币贷款9万多亿元”。

当前我国有两个口径的人民币贷款，一个是央行单独披露的整体人民币贷款（前5个月80058亿元），一个是社融里面人民币贷款（83482亿元），两者主要差异是非银贷款（前5个月缩了3404亿元）

今年年初（1月11号），银保监会在社融公布之前也做了一次通气会，当时也口头披露了2018年全年新增人民币贷款15.6万亿，事后央行公布的金融数据中，2019年整体新增人民币贷款是16.17万亿，社融中新增人民币贷款是15.67万亿。

如果按照1月份的口径类推，这次银保监会披露的“9万多亿”大概率是社融口径的人民币，那么这个信贷大概率低于预期。

如果银保监会披露的“9万多亿”是9.5万亿，而前5个月社融人民币贷款8.35万亿，6月份社融中新增人民币贷款只有1.15万亿（去年6月是1.67万亿）。如果非银贷款与去年6月持平（1648亿元，也是2017年以来的单月次低值），整体信贷预计在1.32万亿（去年6月为1.84万亿）。如果“9万多亿”是9.99万亿，信贷数据预计勉强和去年持平。

非标方面，我们认为当前监管环境较严，叠加包商银行事件影响，金融体系风险偏好是下行的，非标投资预计会延续收缩态势，我们预计6月份信托贷款和委托贷款萎缩约2200亿元（去年同期萎缩3300约亿元）。

整体我们预计2019年6月份整体信贷增量1.5万亿，其中社融内人民币贷款1.3万亿。预计社融增量约1.64万亿元（去年6月1.49万亿元），同比多增主要受益于6月份专项债发力和去年非标、票据低基数。预计余额同比增速10.6%，与上月持平。详细科目前瞻见下表。

表 5: 2019年6月社融数据前瞻

单位: 万亿	预估值	实际值	实际值	环比变化	同比变化
	2019/6/30	2019/5/31	2018/6/30		
社融存量(新口径)	212.64	211.06	192.37	1.58	20.27
社融存量(扣除专项债)	204.18	202.96	186.52	1.22	17.66
同比: 社融存量(新口径)	10.6%	10.6%	11.1%	0.0%	-0.6%
同比: 社融存量(扣除专项债)	9.5%	9.6%	10.4%	-0.1%	-1.0%
社会融资规模: 当月值: 亿元	16,420	13,952	14,877	2,468	1,543
社会融资规模(扣除专项债): 亿元	12,820	12,701	13,858	119	-1,038
新增人民币贷款: 当月值: 亿元	13,000	11,855	16,787	1,145	-3,787
新增外币贷款: 当月值: 亿元	-500	191	-364	-691	-136
新增委托贷款: 当月值: 亿元	-1,316	-631	-1,642	-685	326
新增信托贷款: 当月值: 亿元	-906	-52	-1,623	-854	717
新增未贴现银行承兑汇票: 当月值: 亿元	-2,000	-770	-3,649	-1,230	1,649
企业债券融资: 当月值: 亿元	1,500	476	1,349	1,024	151
非金融企业境内股票融资: 当月值: 亿元	300	259	258	41	42
地方政府专项债券: 当月值: 亿元	3,600	1,251	1,019	2,349	2,581

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

1. 中小银行和非银资管缩表导致信用收缩超预期。
2. 不良上升压力超预期。
3. 外部环境不确定增加, 情绪变化超预期。
4. 经济下行压力超预期。

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。