

非银金融行业

改革号角全面吹响，券商迎来战略发展期

● 证券：资本市场改革全面深化，券商迎来战略发展期

国家外汇管理局取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制。有助于提升我国金融市场开放的深度和广度，促进资本市场改革；促进券商外汇业务发展；放开 QFII 投资额度有利于进一步确认金融开放红利，作为外资投资的“刚需”，衍生品政策有进一步放开的预期，有利于提升券商 ROE。

证监会定调全面深化资本市场改革，规划路线图，推出 12 个方面重点任务。第一，制度利好激发市场活力，支持投行股权融资业务开展：会议提出①严把 IPO 审核质量关；②推广科创板制度安排，稳步实施注册制；③推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点；④发挥并购重组、再融资制度，支持分拆上市试点等。

第二，支持券商开展创新业务，OTC、私募股权、ABS、衍生品等及有望成为新业务增长点：会议提出①允许优质券商拓展柜台业务；②推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新，丰富期货期权产品；③大力发展私募股权投资。第三，支持券商差异化发展：提出支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。

资本市场改革正持续推进，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。两个核心催化剂再获确认：一是逆周期带来的宽松政策，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。

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)。

● 保险：以静制动，边际向好

新单保费增速负增长，除经济下行导致投保人购买能力下降外，我们认为代理人脱落是主要原因，表明行业人海战术基本终结，未来保费增长从供给端上看主要依赖优质代理人规模增长带动产能提升。各家公司从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。

随着利率下行或维持相对低位，明年起责任准备金有补提压力，净利润增速料将回落。近期美国利率反弹，短期或对保险资产端有边际反馈。

站在当前时点，保险板块虽然负债端仍有压力，但边际向好趋势显现。资产端利率下行压力下，更加考验各家公司投资运营和风险识别能力。虽然负债端、资产端均面临一定压力，但行业赛道仍然清晰，且外资放开后，板块更易获得资金青睐。

建议关注：中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)、新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国人寿(601628.SH)/(02628.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

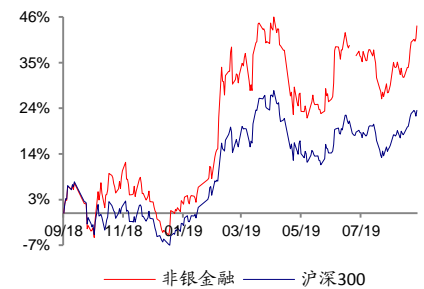
前次评级

买入

报告日期

2019-09-15

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

分析师：

陈韵杨



SAC 执证号：S0260519080002



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

请注意，陈韵杨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：

非银金融行业：央行降准释放流动性，非银凸显配置价值 2019-09-08

非银金融行业：三家券商获批 2019-09-06

即期结售汇资质：信号意义大

非银金融行业：政策改革持续优化，助推业务品质提升 2019-09-01

非银金融行业：政策改革持续优化，助推业务品质提升

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	92.34	20190816	买入	92.65	8.57	10.10	10.77	9.14	1.42	1.20	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	52.51	20190829	买入	63.11	3.80	4.99	13.82	10.52	0.83	0.73	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	38.79	20190826	买入	42.07	3.72	4.33	10.43	8.96	0.93	0.82	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	95.10	20190816	买入	103.21	8.57	10.10	10.05	8.53	1.32	1.12	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	34.30	20190829	买入	40.48	3.80	4.99	8.17	6.22	0.49	0.43	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	33.00	20190826	买入	46.72	3.72	4.33	8.03	6.90	0.71	0.63	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	16.54	20190901	买入	17.10	0.75	0.92	22.05	17.98	1.50	1.40	7%	8%
华泰证券	601688.SH	CNY	20.81	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	25.38	19.09	1.56	1.47	6%	8%
中信证券	600030.SH	CNY	24.71	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	18.44	15.35	1.80	1.64	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	9.28	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	11.30	9.21	0.77	0.72	7%	8%
HTSC	06886.HK	HKD	13.12	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	14.62	11.00	0.90	0.85	6%	8%
中信证券	06030.HK	HKD	16.50	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	11.25	9.36	1.10	1.00	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	16.22	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	14.67	13.11	1.40	1.31	10%	10%

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。

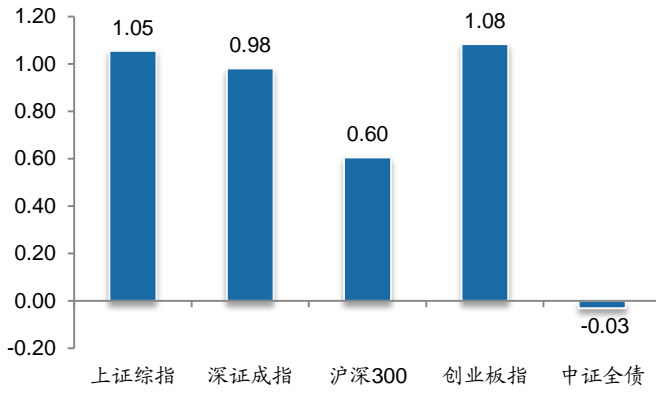
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 9 月 12 日收盘价计算

一周表现

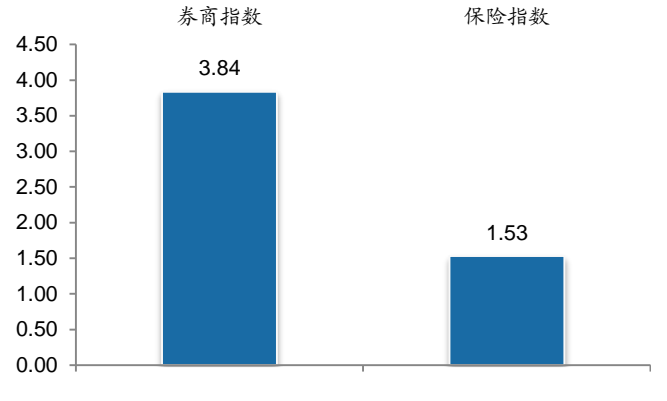
上周上证指数报3031.24点，涨1.05%；深证成指报9919.80，涨0.98%；沪深300报3972.38点，涨0.60%；创业板指数报1710.57点，涨1.08%。券商指数涨3.84%、保险指数涨1.53%。

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：以静制动，边际向好

新单保费增速负增长，除经济下行导致投保人购买能力下降外，我们认为代理人脱落是主要原因，表明行业人海战术基本终结，未来保费增长从供给端上看主要依赖优质代理人规模增长带动产能提升。各家公司从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。

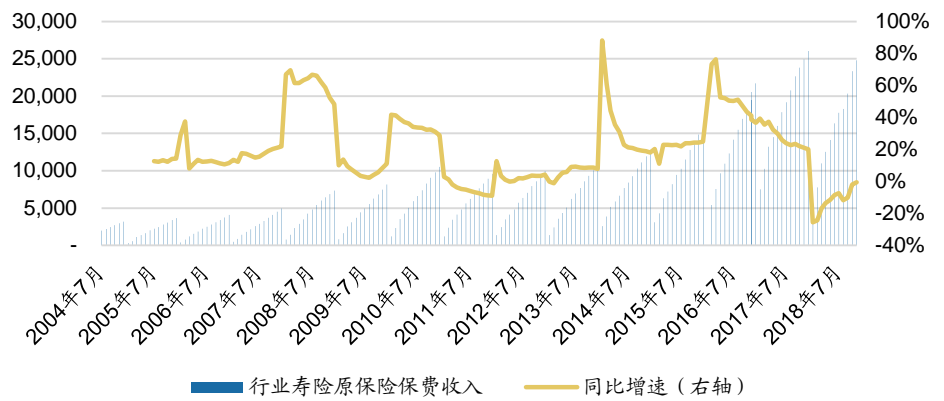
随着利率下行或维持相对低位，明年起责任准备金有补提压力，净利润增速料将回落。近期美国利率反弹，短期或对保险资产端有边际反馈。

站在当前时点，保险板块虽然负债端仍有压力，但边际向好趋势显现。资产端利率下行压力下，更加考验各家公司投资运营和风险识别能力。虽然负债端、资产端均面临一定压力，但行业赛道仍然清晰，且外资放开后，板块更易获得资金青睐。

建议关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）。

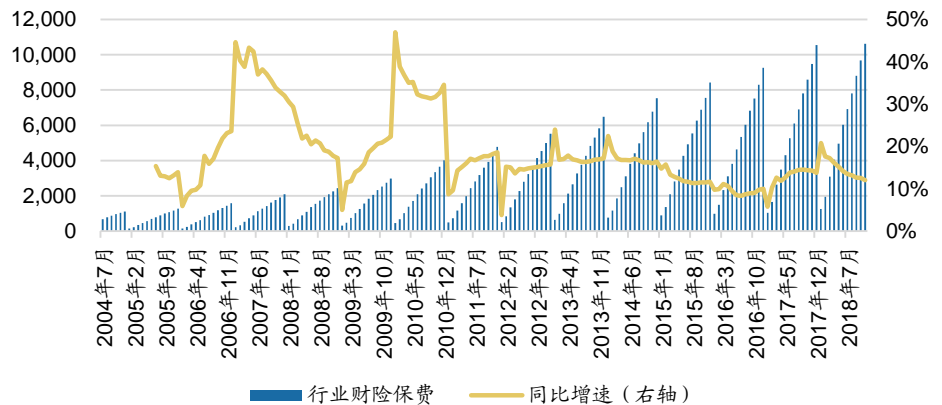
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



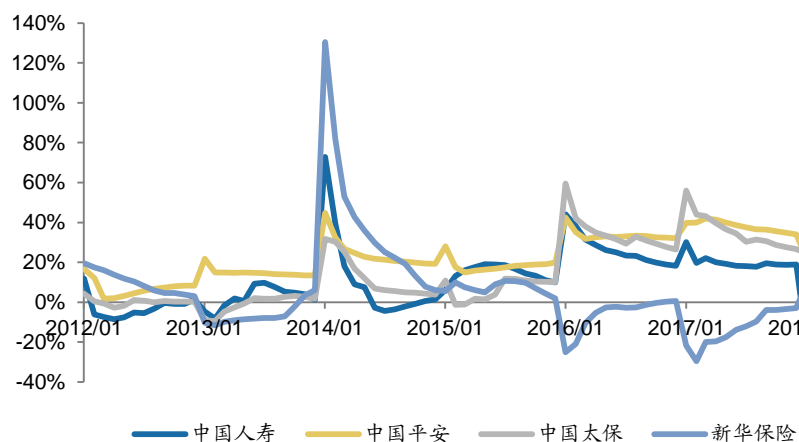
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



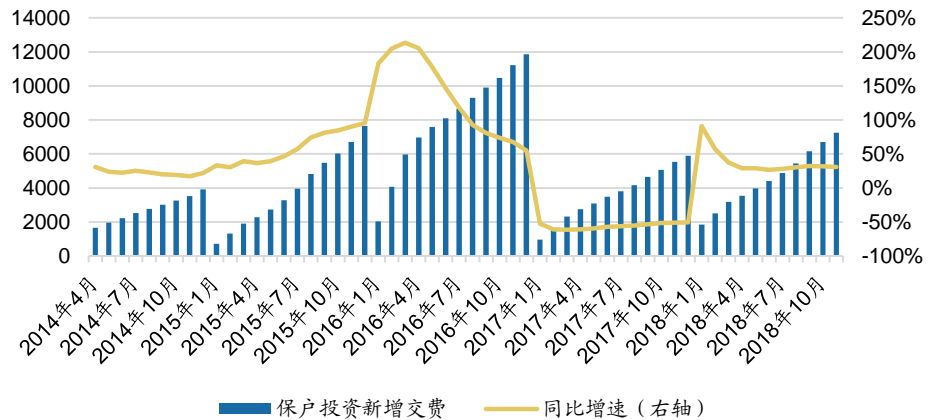
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



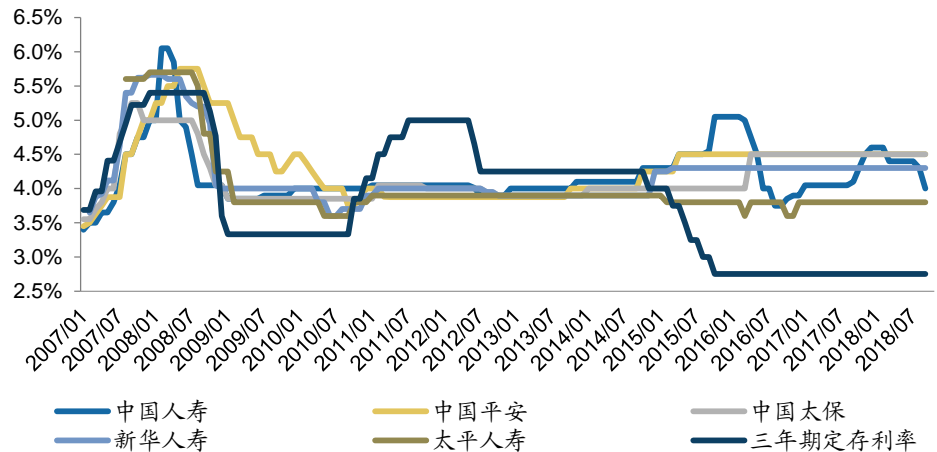
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



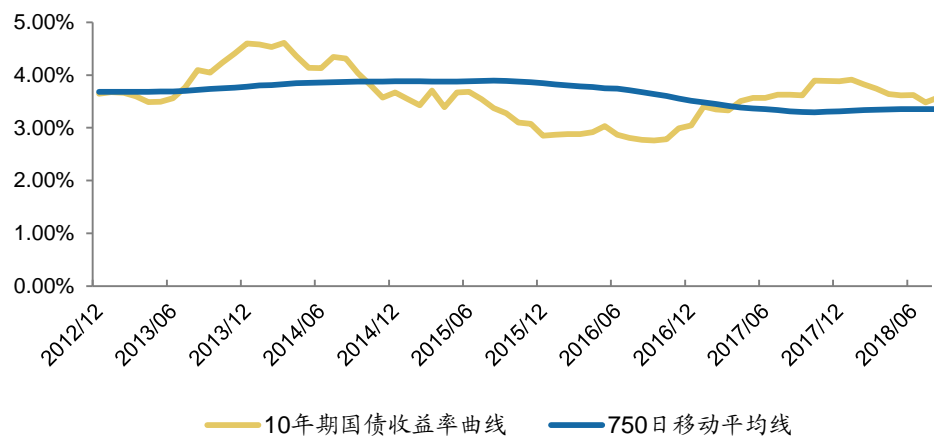
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



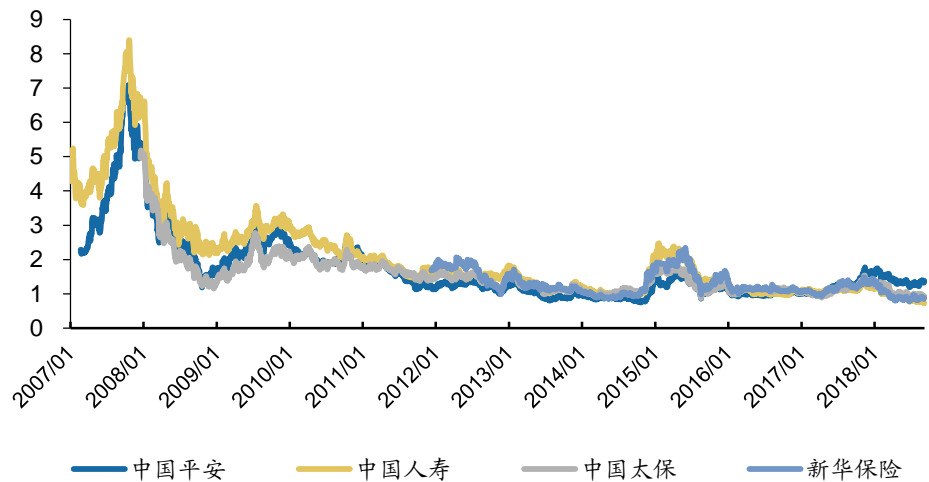
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	Nov/18	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19
中国人寿	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%
中国平安-人寿	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%
中国平安-健康	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%
中国平安-养老	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%
中国平安	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%
中国太保	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%
新华保险	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%

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	Nov/18	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19
中国人寿	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%
中国平安-人寿	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%
中国平安-健康	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%
中国平安-养老	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%
中国平安	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%
中国太保	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%
新华保险	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%

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

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	Nov/18	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19
中国人寿	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%
中国平安-人寿	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%
中国平安-健康	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%
中国平安-养老	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%
中国平安	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%
中国太保	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%
新华保险	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%

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：资本市场改革路线明晰，利好券商差异化发展

中央深改委定调，建设可靠有弹性的金融基础设施体系，加强国有金融资本管理。9月9日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第十次会议。会议通过了《统筹监管金融基础设施工作方案》、《国有金融资本出资人职责暂行规定》。

统筹监管金融基础设施：会议指出，金融基础设施是金融市场稳健高效运行的基础性保障，是实施宏观审慎管理和强化风险防控的重要抓手。要加强对重要金融基础设施的统筹监管，统一监管标准，健全准入管理，优化设施布局，健全治理结构，推动形成布局合理、治理有效、先进可靠、富有弹性的金融基础设施体系。

加强国有金融资本管理：会议强调，加强国有金融资本管理、建立统一的出资人制度，要坚持以管资本为主、市场化、审慎性原则，明确出资人与受托人职责，加强金融机构国有资本管理与监督，健全责任追究制度，完善现代金融企业制度和国有金融资本管理制度。

证监会定调全面深化资本市场改革，规划路线图，推出12个方面重点任务。9月9日至10日，证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会。会议强调，要深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，认真落实党中央、国务院决策部署，在国务院金融委的统一指挥协调下，紧紧围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”这个总目标，坚持市场化、法治化的改革方向。

具体表现为：1)着力优化资本市场供给，着力推进关键制度创新，着力增强市场的内在稳定性，以实际行动落实金融供给侧结构性改革。2)尊重市场规律，发挥市场在资源配置中的决定性作用，真正把选择权交给市场。3)加强法治保障，提升资本市场违法违规成本。要增量改革引领，加快存量调整优化。4)加强投资者保护，强化底线思维，确保改革在基本稳定的市场环境下进行。

表4：证监会定调深化资本市场改革12条重点

方向	具体内容
充分发挥科创板的试验田作用	坚守科创板定位，优化审核与注册衔接机制，保持改革定力。总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度
大力推动上市公司提高质量	制定实施推动提高上市公司质量行动计划，切实把好入口和出口两道关，努力优化增量、调整存量。严把IPO审核质量关，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管
补齐多层次资本市场体系的短板	推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品
狠抓中介机构能力建设	加快建设高质量投资银行，完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募机构大力发展权益类基金。压实中介机构责任，推进行业文化建设。

加快推进资本市场高水平开放	抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全
推动更多中长期资金入市	强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老保险投资范围
切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险	-
进一步加大法治供给	加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。用好用足现有法律制度，坚持严格执法，提升监管威慑力
加强投资者保护	推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释
提升稽查执法效能	强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈造假等大要案，提升案件查办效率
大力推进简政放权	大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。加强事中事后监管
加快提升科技监管能力	推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平

来源：证监会、广发证券发展研究中心

我们认为，多条举措利好券商。促进券商差异化发展，提升竞争力；提升资本市场质量，券商受益。

利好券商多元化发展：1) 允许优秀券商拓展柜台业务、大力发展私募股权化投资、丰富期权期货产品、支持优质券商创新提质。这有助于券商丰富业务，促进券商转型。增厚直投+另类投资业务利润，创新空间增大。2) 建设高质量投行，鼓励中小券商特色化精品化发展。这有助于券商发展细分领域业务，打造精品投行进一步加快，竞争力不断提升。3) 实行差异化监管，对优质券商构成利好。

提升资本市场质量：1) 完善科创板制度，实行注册制。推进创业板改革，加快新三板改革。有助于构建多层次资本市场，注入活力。2) 严把IPO审核质量关，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管。这有助于提升整体上市公司质量，带动券商业务发展。

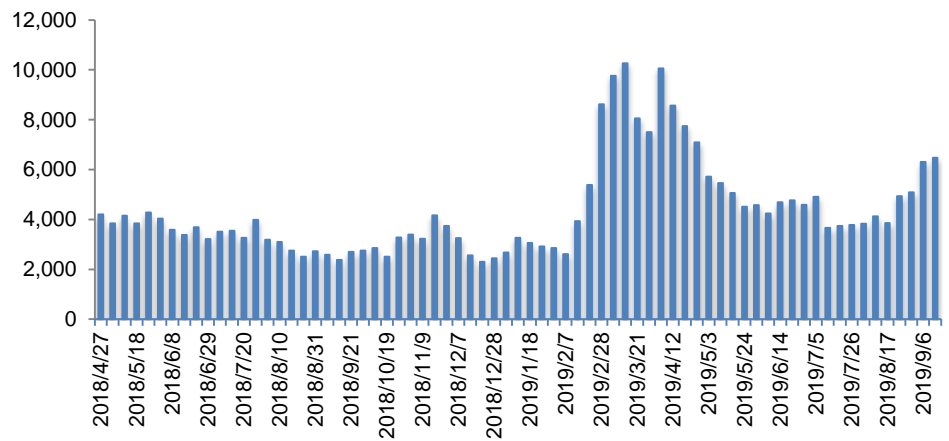
国家外汇管理局取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制。我们认为，这有助于提升境外投资者参与境内金融市场的便利性，提升我国金融市场开放的深度和广度；促进券商外汇业务发展，加速券业国际化进程；中国债券市场和股票市场将更好、更广泛地被国际市场接受，有望迎来增长。

下一步，国家外汇管理局将立即着手修订《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》等相关法规。继续深化外汇管理改革，不断采取有力措施扩大对外开放，支持境外投资者投资境内金融市场，提升跨境投融资便利化程度。同时，在

开放中适应开放，切实防范跨境资本流动风险，维护国家经济金融安全。

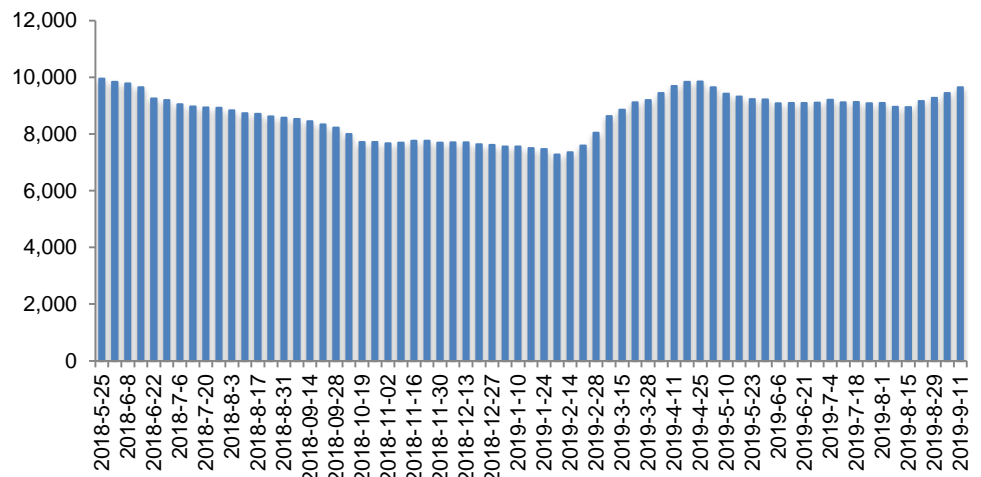
资本市场改革正持续推进，我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图11：全部AB股周度成交金额（亿元）



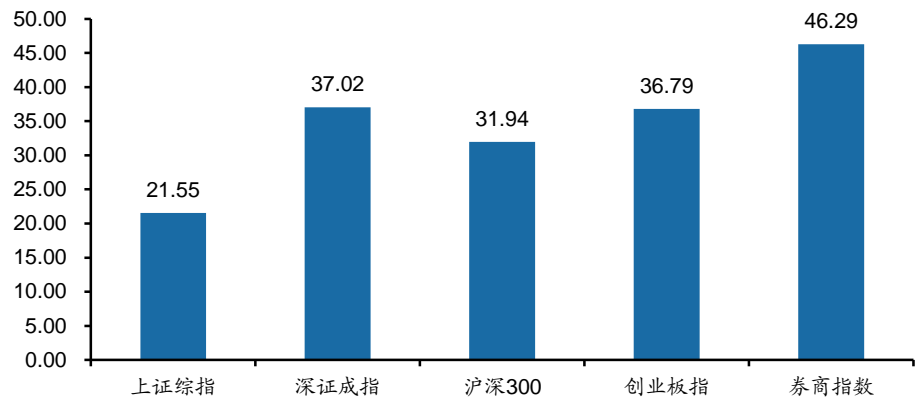
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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

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	45.16	4.73	4.99	5.13	9.55	9.05	8.80	1.05	1.01	0.95
(USD)	高盛集团	GS.N	219.90	25.53	26.57	28.16	8.61	8.28	7.81	1.02	0.95	0.90
港股	友邦保险	01299.HK	80.70	1.68	3.77	4.34	48.04	21.41	18.59	3.20	2.79	2.47
(HKD)	中国太平	00966.HK	18.94	1.81	2.61	3.19	11.27	5.02	4.36	0.75	0.66	0.58

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。

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。

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 : 资深分析师, 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 : 资深分析师, 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 : 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 : 高级分析师, 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。

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 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（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。