

非银金融行业

证券业利好政策不断，保险业关注开门红

核心观点

- **证券：降低备付金比例，释放券商流动性。**11月15日，央行发布公告定向下调存款准备金率1个百分点的第二次调整，释放长期资金约400亿元。同时，开展中期借贷便利（MLF）操作2000亿元。由于无逆回购和MLF到期，共计释放约2400亿元中长期资金。全面深化资本市场改革，定向降准释放宽松利好，降低社会实际融资成本，支持中小微企业发展，提高资本流动性，助推实体经济增长。
- 11月15日中国证券登记结算公司发布公告对《结算备付金管理办法》进行了修订。截至2019年三季度，38家上市券商结算备付金合计2668.09亿元，其中客户结算备付金2040.11亿元，自有结算备付金627.98亿元。其中客户结算备付金主要为股基交易备付金，自有结算备付金主要为债券交易备付金。以客户结算备付金计算，可释放备付金合计204.01亿元，按年收益率2%计算，可增厚上市券商收益4.08亿元。龙头券商中：华泰、中信、国君、招商分别释放22.21亿、20.97亿、15.54亿元、12.95亿；按2%收益率结算增厚收益0.44亿、0.42亿、0.31亿、0.26亿。
- 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）、中金公司（03908.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。
- **保险：预防利差损，关注低利率。**近期，银保监会再次召集13家准备金覆盖率低于120%的寿险公司，叫停预定利率4.025%终身年金销售。从监管角度来看，低利率已成为险企需要面对最大风险，此前4.025%产品已被监管指导，此次针对个别公司再次提醒，侧面说明未来资产端险企或持续承压。短期来看，尤其是明年开门红期间，年金等储蓄产品较受市场关注，与银行理财产品相比，其稳健性和长期性在低利率环境下更受到客户青睐。预计明年负债端或有边际改善，但仍需谨防资产端利差损风险，不排除部分公司主动收缩保费规模，以退为进。当前时点，CPI仍处于上行状态，利率是对名义增长的映射，我们判断利率下行空间有限，为保险资产配置提供了一段有利时光。当前板块估值仍然偏低，布局价值仍然具备。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）、中国财险（02328.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

2019-11-17

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：\tS0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究：

非银金融行业：再融资全面宽松与衍生品扩容推进行业发展	2019-11-09
非银金融行业：资本市场改革持续推进，关注保险开门红分化	2019-11-03
非银金融行业：鼓励中长期资金入市，资本市场改革全面深化	2019-10-27

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	87.90	20191025	买入	92.65	8.60	10.06	10.22	8.74	1.35	1.15	26%	25%
新华保险	601336.SH	CNY	46.00	20191031	买入	63.11	3.80	4.99	12.11	9.22	0.73	0.64	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	34.88	20191031	买入	42.07	3.72	4.33	9.38	8.06	0.83	0.74	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	91.05	20191025	买入	103.21	8.60	10.06	9.48	8.10	1.25	1.07	26%	25%
新华保险	01336.HK	HKD	31.45	20191030	买入	40.48	3.80	4.99	7.41	5.64	0.45	0.39	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	28.95	20191030	买入	46.72	3.72	4.33	6.97	5.99	0.62	0.55	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	13.73	20191030	买入	17.70	0.75	0.92	18.31	14.92	1.24	1.16	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.11	20191029	买入	21.82	0.74	0.99	23.07	17.32	1.13	1.07	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	21.71	20191030	买入	26.20	1.32	1.61	16.45	13.48	1.00	0.91	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	7.96	20191030	买入	9.5	0.75	0.92	9.70	7.90	0.66	0.62	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	11.94	20191029	买入	15.0	0.74	0.99	14.71	11.04	0.90	0.85	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.64	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.13	8.31	0.97	0.89	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	13.94	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	12.56	11.23	1.19	1.09	10.3%	11.1%

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。

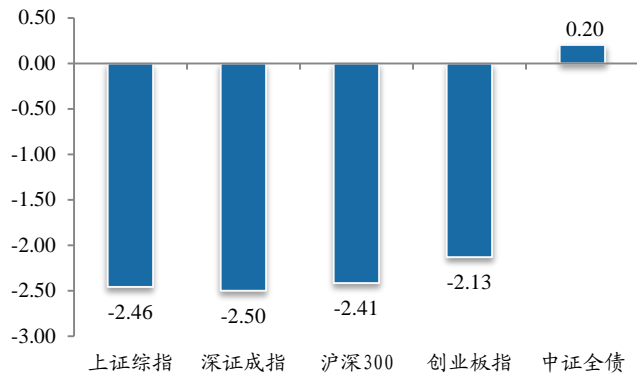
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

一周表现

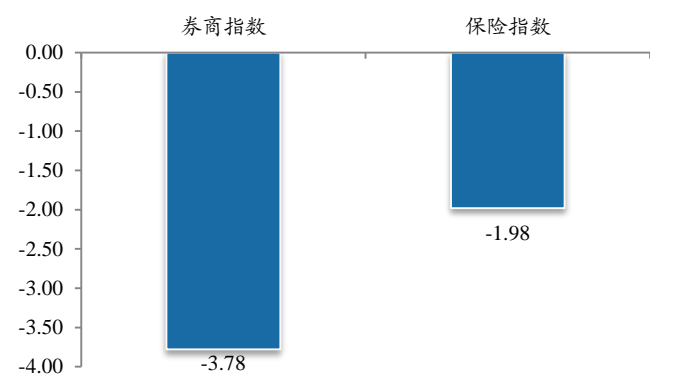
上证指数报2891.34点，跌2.46%；深证成指报9647.99点，跌2.50%；沪深300报3877.09点，跌2.41%；创业板指数报1674.78点，跌2.13%。中信II证券指数CI005165跌3.78%、中信II保险指数CI005166跌1.98%。

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

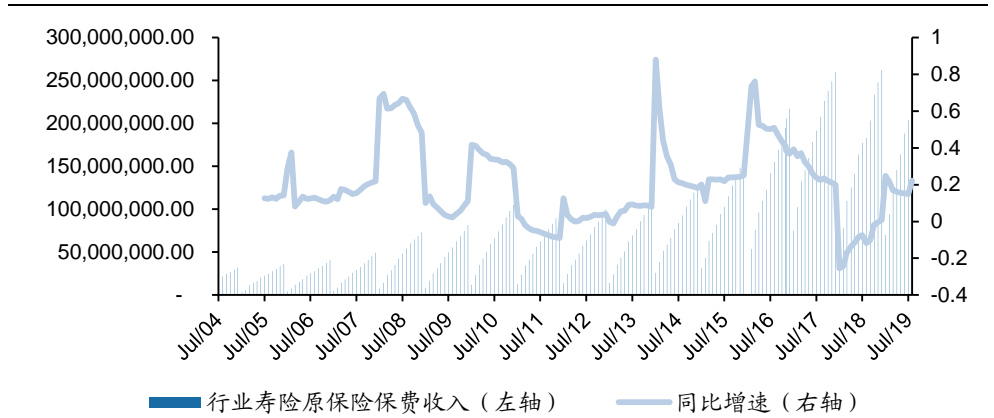
保险：预防利差损，关注低利率

近期，银保监会再次召集14家准备金覆盖率低于120%的寿险公司，叫停4.025终身年金销售。从监管角度来看，低利率已成为险企需要面对最大风险，此前4.025产品已被监管指导，此次针对个别公司再次提醒，侧面说明未来资产端险企或持续承压。短期来看，尤其是明年开门红期间，年金等储蓄产品较受市场关注，与银行理财产品相比，其稳健性和长期性在低利率环境下更受到客户青睐。预计明年负债端或有边际改善，但仍需谨防资产端利差损风险，不排除部分公司主动收缩保费规模，以退为进。当前板块估值仍然偏低，布局价值仍然具备。

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）、中国财险（2328.HK）。

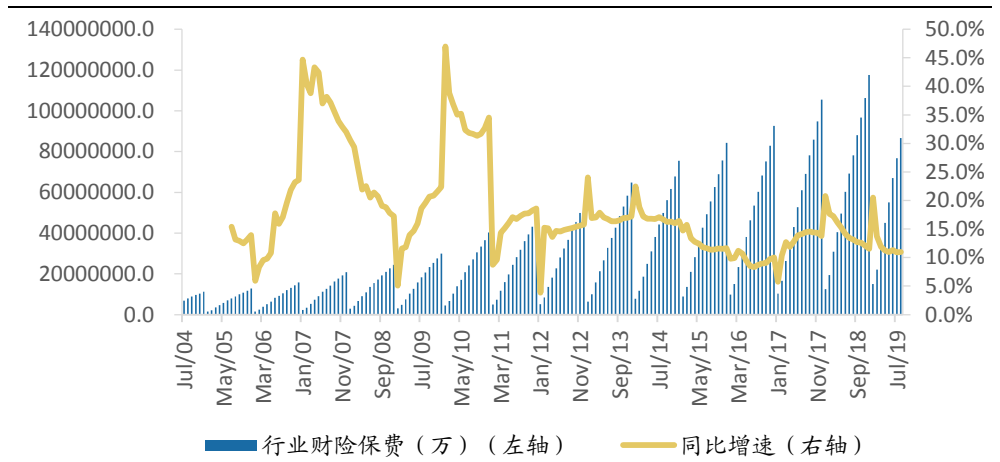
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



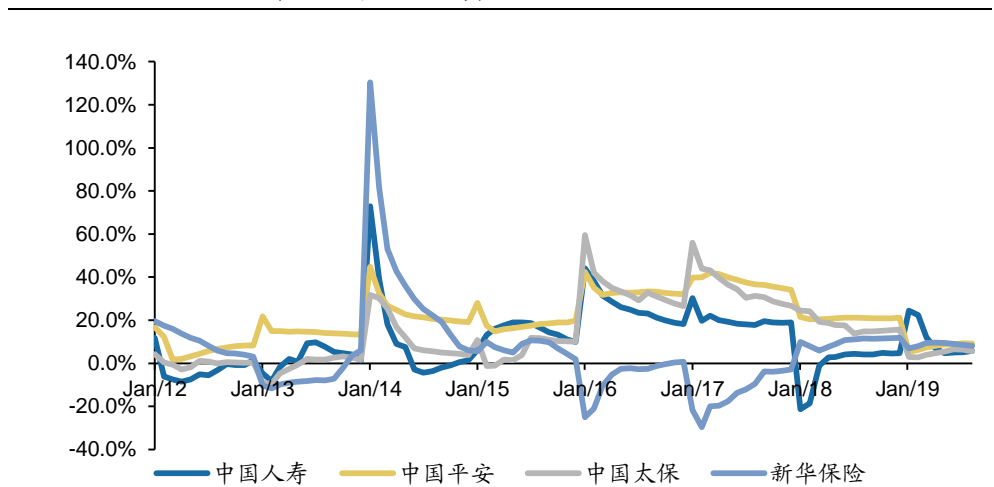
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



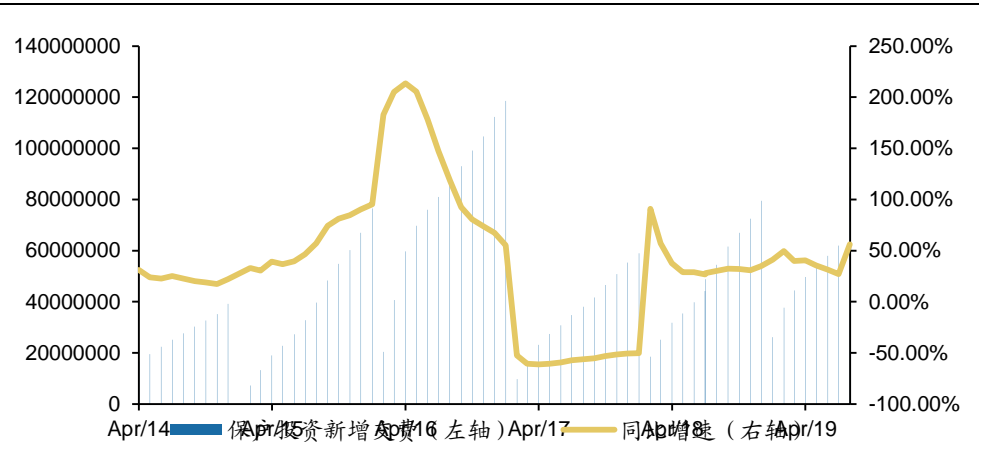
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



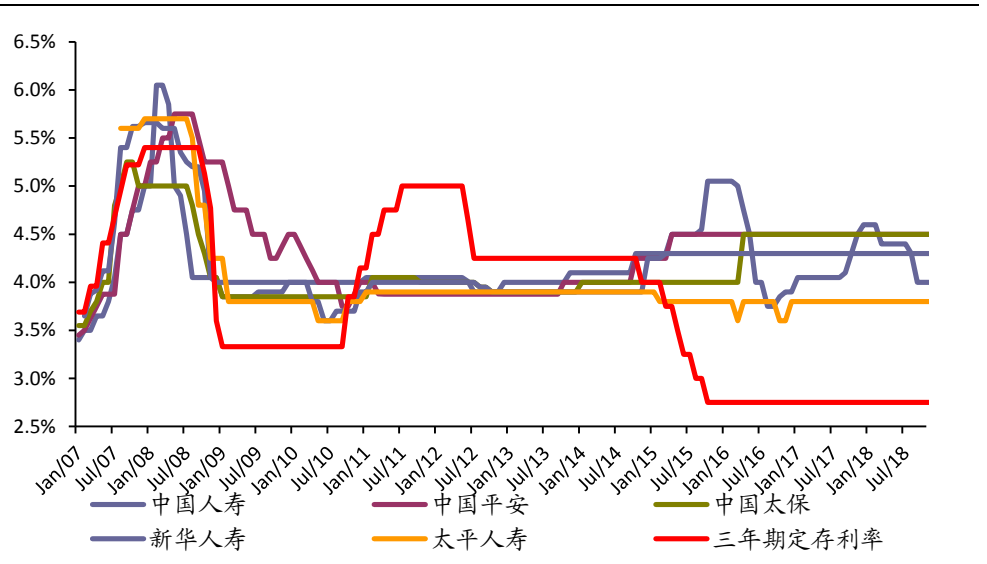
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



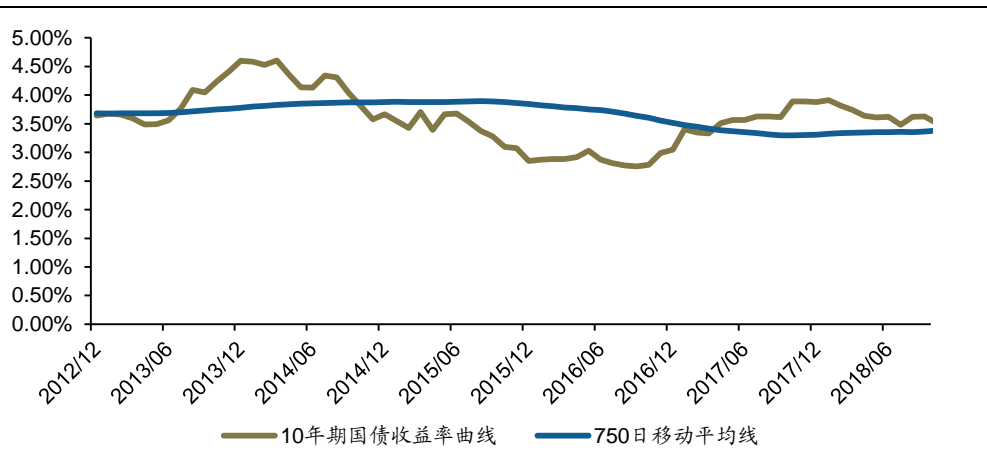
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



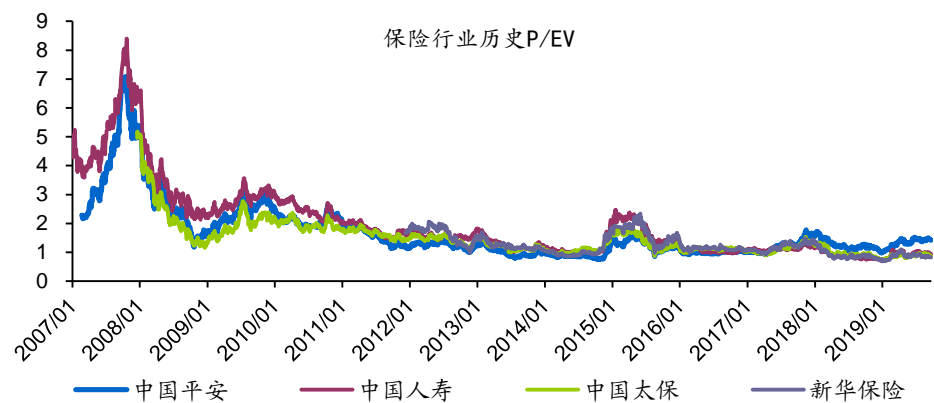
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.8%
中国平安-人寿	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%	9.2%
中国平安-健康	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%	64.4%
中国平安-养老	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%	11.1%
中国平安	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%	9.7%
中国太保	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%	5.5%
新华保险	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%	8.1%

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	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%	41.6%
中国平安-人寿	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%	0.1%
中国平安-健康	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%	-13.6%
中国平安-养老	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%	4.4%
中国平安	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%	0.1%
中国太保	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%	72.6%
新华保险	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%	0.1%

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	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%	13.4%
中国平安-人寿	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%	8.8%
中国平安-健康	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%	41.6%
中国平安-养老	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%	62.6%
中国平安	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%	11.1%
中国太保	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%	0.0%
新华保险	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%	2.9%

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

证券：降低备付金比例，释放券商流动性

11月12日，中共中央政治局委员、国务院副总理、国务院国有企业改革领导小组组长刘鹤主持国务院国有企业改革领导小组第三次会议。

会议明确抓紧制定国有企业改革三年行动方案，明确提出改革的目标、时间表、路线图。在会议提出的几项重点领域和关键环节中，**推进混合所有制改革被放在首要位置**，同时也应加强国资国有企业监管、增强研发创新能力、强化财务硬约束、削减和规范补贴、完善激励机制、提高劳动生产率和资金回报率等。

11月15日，证监会副主席阎庆民在第十届财新峰会上发表讲话表示，全面深化资本市场改革持续推动提高上市公司质量。重点抓好：**①**把市场入口。设立科创板并试点注册制改革为突破口，保持新股发行常态化，吸引更多优质企业上市。**②**畅通市场出口。保持退市监管定力，畅通多元化退出渠道。**③**优化制度安排。着力完善支持上市公司调整存量、做优做强的制度机制。

11月15日，央行发布公告称，今日是对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点的第二次调整，释放长期资金约400亿元。同时，开展中期借贷便利（MLF）操作2000亿元。对冲税期高峰等因素后，银行体系流动性总量处于合理充裕水平，当日不开展逆回购操作。由于当日无逆回购和MLF到期，共计释放约2400亿元中长期资金。

全面深化资本市场改革，降准释放宽松利好，降低社会实际融资成本，支持中小微企业发展，提高助推实体经济增长。

11月15日，中国证券登记结算公司发布公告对《结算备付金管理办法》进行了修订，主要的修订内容为：**①**调整债券以外的其他证券品种的最低备付金计收比例。债券以外的其他证券品种由按 20%改为18%计收。**②**完善最低结算备付金差异化收取条款。可根据结算参与人类别、风险程度、遵守结算纪律等情况，对结算参与人适用差异化的最低结算备付金计收比例。**③**补充全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）市场相关结算备付金收取相关规定

截至2019年三季度，38家上市券商结算备付金合计2668.09亿元，其中客户结算备付金2040.11亿元，自有结算备付金627.98亿元。其中客户结算备付金主要为股基交易备付金，自由结算备付金主要为债券交易备付金。以客户结算备付金计算，可释放备付金合计204.01亿元，按年收益率2%计算，可增厚上市券商收益4.08亿元。龙头券商中：华泰、中信、国君、招商分别释放22.21亿元、20.97亿元、15.54亿元、12.95亿元；按2%收益率结算增厚收益0.44亿元、0.42亿元、0.31亿元、0.26亿元。

表 4：上市券商释放备付金测算

证券代码	证券简称	结算备付金 (亿元)	客户备付金 (亿元)	可释放的客户备 付金(亿元)	按年收益率 2%计算释放的客 户备付金年收益(万元)
合计	上市券商	2668.09	2040.11	204.01	40802
601688.SH	华泰证券	291.67	222.12	22.21	4442
600030.SH	中信证券	306.89	209.68	20.97	4194
601211.SH	国泰君安	180.79	155.35	15.54	3107

600999.SH	招商证券	168.60	129.52	12.95	2590
601881.SH	中国银河	145.78	117.30	11.73	2346
600958.SH	东方证券	123.83	104.37	10.44	2087
000166.SZ	申万宏源	127.99	93.32	9.33	1866
601066.SH	中信建投	104.41	73.48	7.35	1470
601788.SH	光大证券	65.12	61.46	6.15	1229
601377.SH	兴业证券	75.79	60.93	6.09	1219
600837.SH	海通证券	75.32	54.14	5.41	1083
601901.SH	方正证券	64.89	43.02	4.30	860
601198.SH	东兴证券	49.93	37.93	3.79	759
000783.SZ	长江证券	43.75	33.78	3.38	676
601555.SH	东吴证券	33.65	28.99	2.90	580
601878.SH	浙商证券	53.26	28.09	2.81	562
600909.SH	华安证券	37.53	27.03	2.70	541
000728.SZ	国元证券	30.19	25.17	2.52	503
601375.SH	中原证券	26.30	24.26	2.43	485
601108.SH	财通证券	27.95	23.78	2.38	476
002939.SZ	长城证券	29.01	23.57	2.36	471
601162.SH	天风证券	29.40	23.32	2.33	466
002926.SZ	华西证券	36.29	22.01	2.20	440
601990.SH	南京证券	23.66	20.41	2.04	408
600109.SH	国金证券	23.99	20.06	2.01	401
002673.SZ	西部证券	26.97	16.70	1.67	334
002797.SZ	第一创业	18.62	16.68	1.67	334
600369.SH	西南证券	31.37	16.42	1.64	328
000686.SZ	东北证券	21.30	15.13	1.51	303
601099.SH	太平洋	17.60	14.93	1.49	299
000987.SZ	越秀金控	12.21	11.13	1.11	223
000750.SZ	国海证券	12.22	10.32	1.03	206
002500.SZ	山西证券	22.96	10.10	1.01	202
002945.SZ	华林证券	10.55	9.86	0.99	197
601236.SH	红塔证券	19.00	7.84	0.78	157

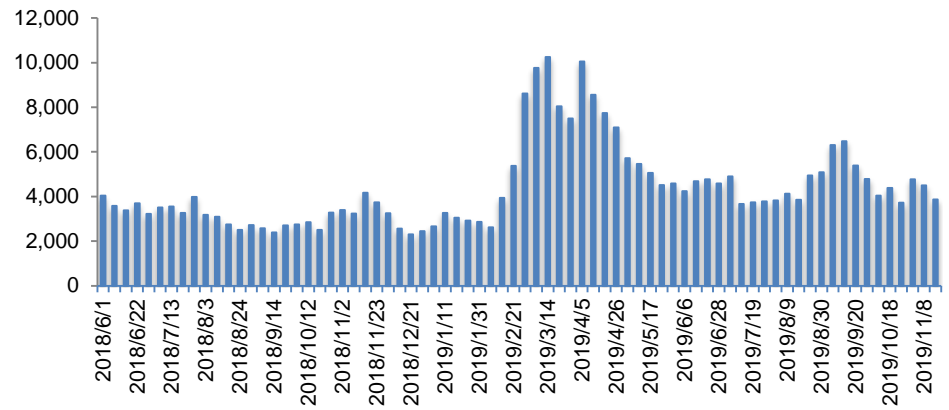
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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：一是中长期经济下行压力尚存，逆周期政策推出，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）/

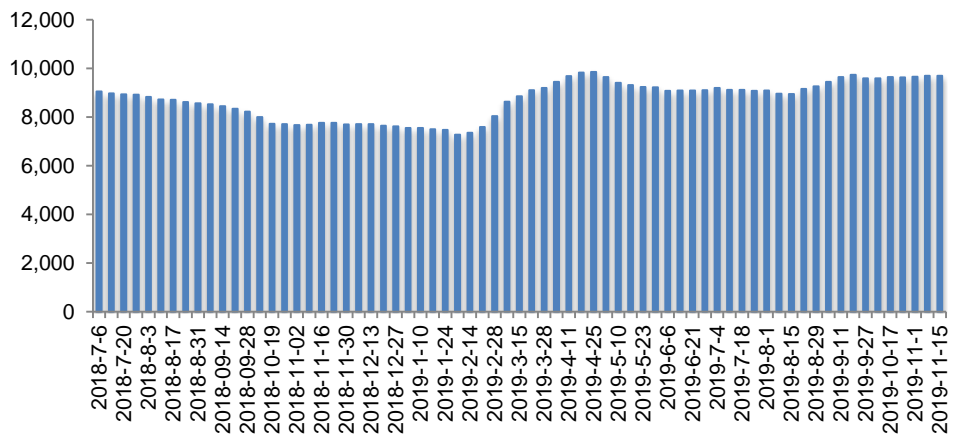
(06837.HK) 等。

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



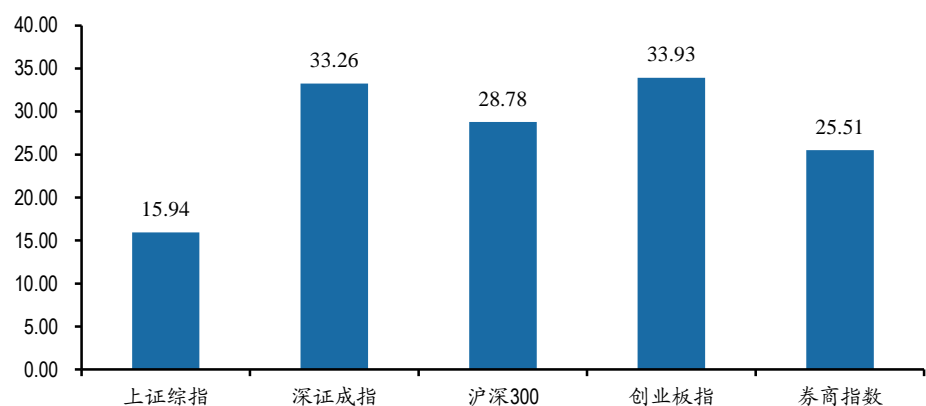
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 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12: 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	48.99	4.73	4.99	5.13	10.36	9.82	9.55	1.14	1.09	1.03
(USD)	高盛集团	GS.N	220.25	25.53	26.57	28.16	8.63	8.29	7.82	1.03	0.95	0.90
港股	友邦保险	01299.HK	77.00	1.68	3.77	4.34	45.83	20.42	17.74	3.05	2.67	2.35
(HKD)	中国太平	00966.HK	18.46	1.81	2.61	3.19	10.99	4.90	4.25	0.73	0.64	0.56

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：资深分析师，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 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 个月内与国信证券(002736)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。