

非银金融行业

深交所期权交易开闸，衍生品市场蓬勃可期

行业评级

买入

前次评级

买入

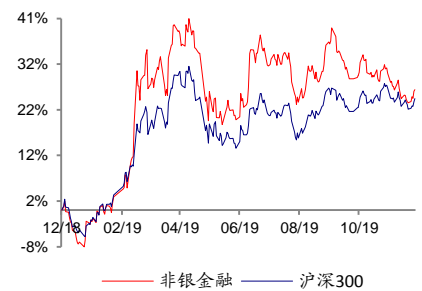
报告日期

2019-12-08

核心观点

- 证券：深交所期权交易开闸，衍生品市场蓬勃可期。**①12月7日，深交所正式发布与股票期权业务相关的10项规则与4项指南。一方面，深交所期权交易的落地，将有效扩容当前ETF期权品种。现有的50ETF期权自2015年2月面世以来，市场规模稳步扩容，成交量呈现温和放大的趋势。据上交所数据，2019年11月50ETF期权合约成交量为0.58亿张，全年日均成交量242万张。此次深交所ETF期权的落地，对沪深300ETF期权成交量等的放大有着积极的作用。另一方面，个股期权的放开将极大的促进场内市场的活跃交易。以香港市场为例，窝轮及牛熊证创设蓬勃，成交量大。2018年，香港市场上流通的衍生认股权证共6973支，是普通股（上市公司）数量的3.51倍，牛熊证2847支，是普通股数量的1.48倍。2018年全年，认股权证（即窝轮）及牛熊证（二者本质均是股票期权）成交额高达5.70万亿港元，合约总成交量达12728万张。其交易额占交易所总成交金额的21.69%，是市场的重要组成部分。从港交所收入数据看，当前衍生品市场贡献收入已接近现货市场贡献收入。由于窝轮及牛熊证皆是由投行创设并在交易所挂牌流通，因此投行一方面可以赚取期权交易的经纪手续费，香港地区此部分贡献的经纪手续费已与现货市场相当；一方面可以在权证的创设中赚取可观的结构性套利收益（获益部分为期权费-对冲成本）。②12月6日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，银行理财入市打通最后一环，商业银行理财子公司开立理财产品证券账户，有望为A股市场带来可观资金增量。③在对外开放不断落地，外资进入不断加速的明确趋势下，快速做大做强本土券商以应对外资竞争是当前最核心以及最紧迫的任务。行业层面，政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜，衍生品市场扩容及国际化发展机遇下，行业龙头抢得先机，创新预期助力强者恒强，行业集中度提升逻辑顺畅。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：价值改善，低位布局。**年底银行保险产品受到投资者青睐，长期利率下行预期下，保险产品稳健性突出，明年负债端或有改善。产品结构上看，从前两年的纯保障转向理财保障兼容模式，保费质量和保费规模同步增长。保险板块仍然是长期朝阳产业，未来随着覆盖率提升，负债端增长仍有持续空间，当前最大挑战仍然是低利率环境下的资产配置难题。资产端分化或是未来保险股估值分化的主要因素。当前行业整体估值仍然较低，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。

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

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究：

- | | |
|-------------------------------------|------------|
| 非银金融行业：监管支持打造
航母级头部券商，行业分化
加速 | 2019-12-01 |
| 非银金融行业：泛资管补齐保
险拼图，开源助力行业增长 | 2019-11-24 |
| 非银金融行业：证券业利好政
策不断，保险业关注开门红 | 2019-11-17 |

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	人民币	84.74	20190909	买入	92.65	8.57	10.10	9.89	8.39	1.30	1.10	18%	17%
新华保险	601336.SH	人民币	46.16	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	15.34	11.66	0.73	0.64	47%	20%
中国太保	601601.SH	人民币	34.82	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	14.82	11.61	0.83	0.74	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	89.80	20190816	买入	107.73	8.57	10.10	9.41	7.99	1.24	1.05	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	30.70	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	9.16	6.96	0.44	0.38	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	27.90	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	10.67	8.35	0.60	0.53	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	14.12	20191030	买入	17.30	0.75	0.92	18.83	15.35	1.28	1.20	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.90	20191201	买入	24.90	0.91	1.15	19.67	15.57	1.29	1.23	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	22.38	20191030	买入	26.20	1.32	1.61	16.95	13.90	1.63	1.49	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	7.99	20191030	买入	9.50	0.75	0.92	9.73	7.93	0.66	0.62	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	12.22	20191201	买入	17.20	0.91	1.15	12.27	9.71	0.81	0.76	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.96	20191030	买入	17.40	1.32	1.61	10.35	8.49	0.99	0.91	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	13.72	20191119	买入	18.67	1.12	1.30	11.15	9.60	1.18	1.08	11.0%	11.7%

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。

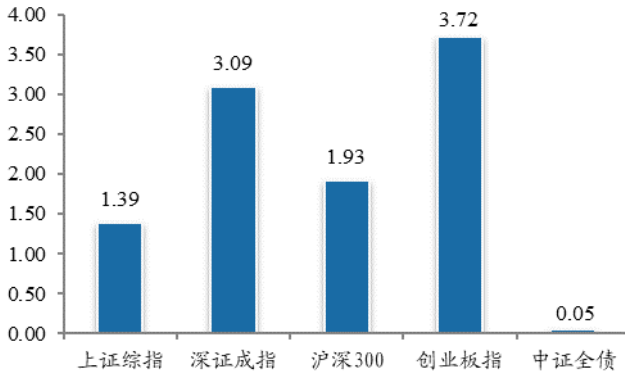
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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

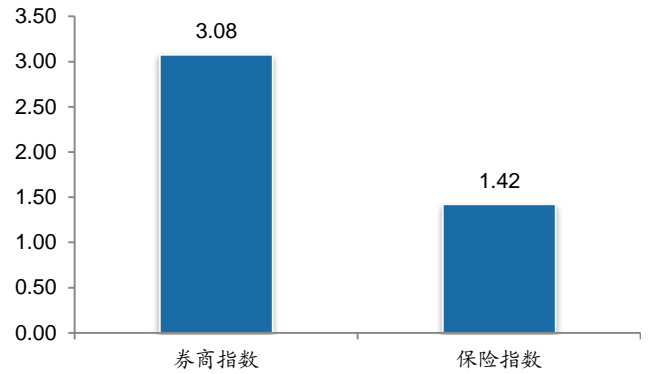
上证指数报2912.01点，涨1.39%；深证成指报9878.62点，涨3.09%；沪深300报3902.39点，涨1.93%；创业板指数报1726.80点，涨3.72%。中信II证券指数CI005165涨3.08%、中信II保险指数CI005166涨1.42%。

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

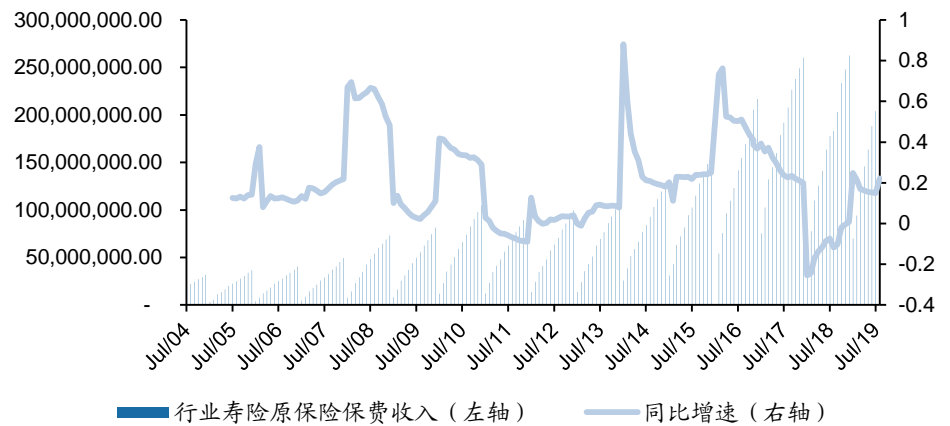
保险：价值改善，低位布局

年底银行保险产品受到投资者青睐，长期利率下行预期下，保险产品稳健性突出，明年负债端或有改善。产品结构上看，从前两年的纯保障转向理财保障兼容模式，保费质量和保费规模同步增长。保险板块仍然是长期朝阳产业，未来随着覆盖率提升，负债端增长仍有持续空间，当前最大挑战仍然是低利率环境下的资产配置难题。资产端分化或是未来保险股估值分化的主要因素。

当前行业整体估值仍然较低；**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)。**

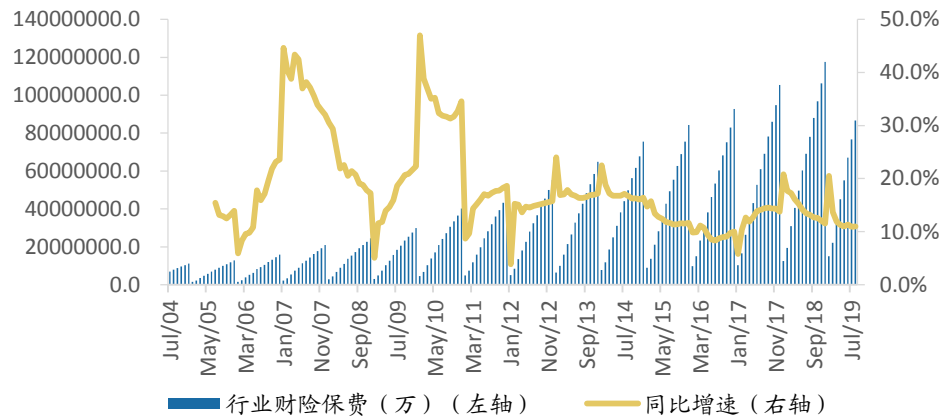
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



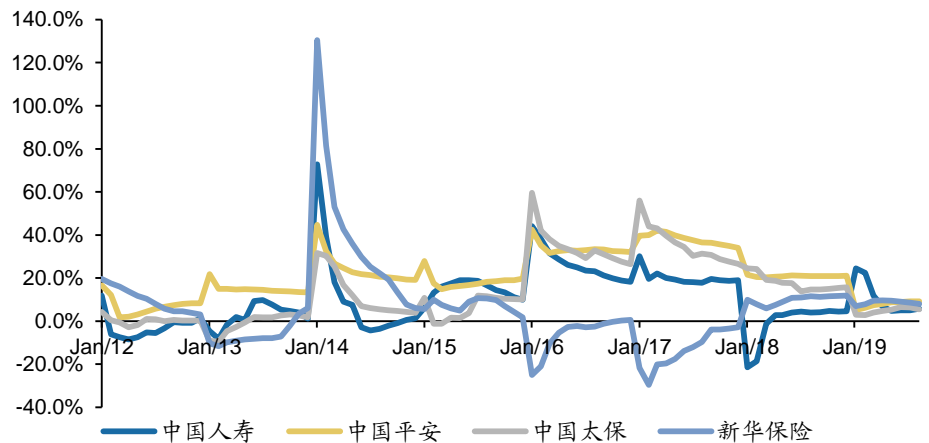
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



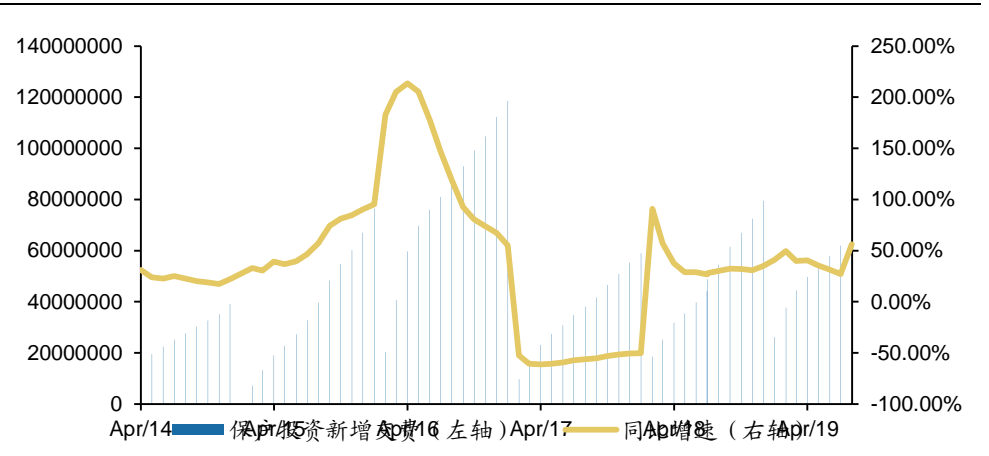
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



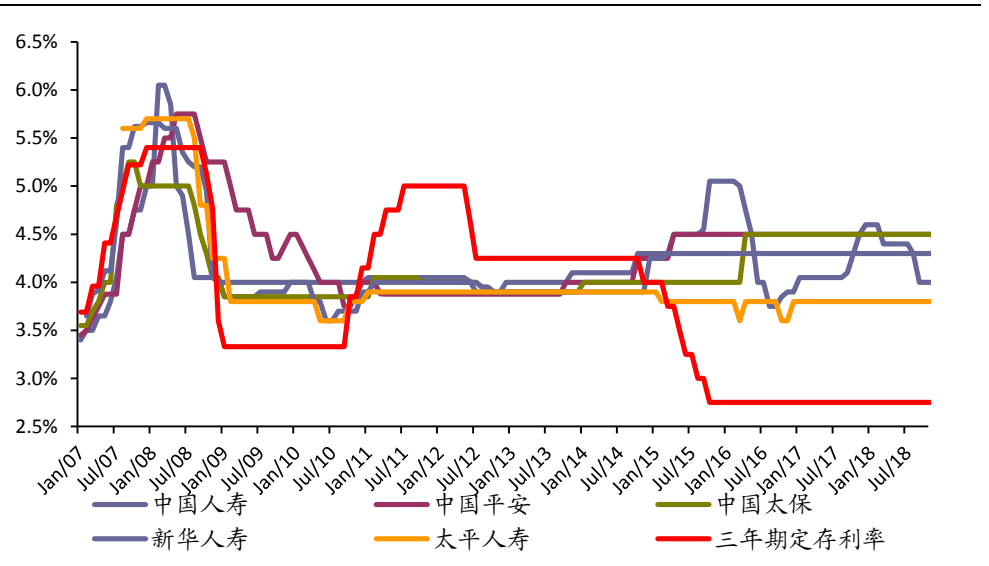
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



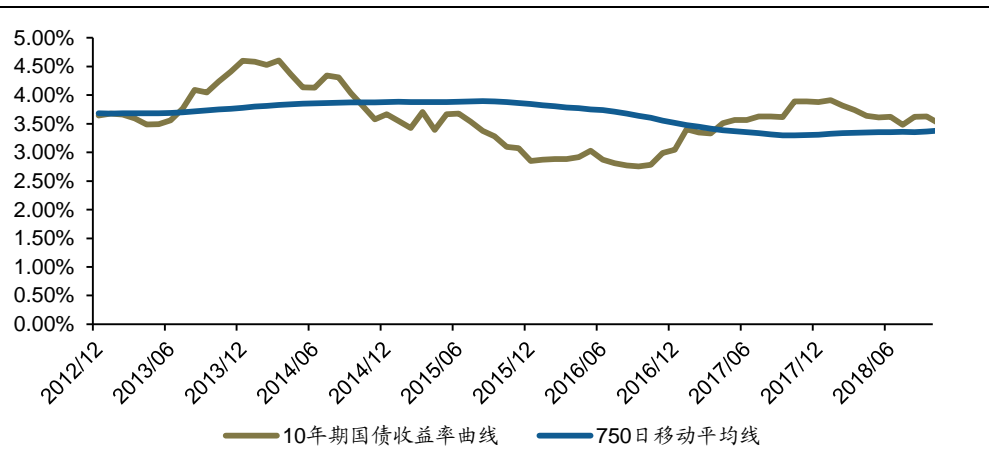
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



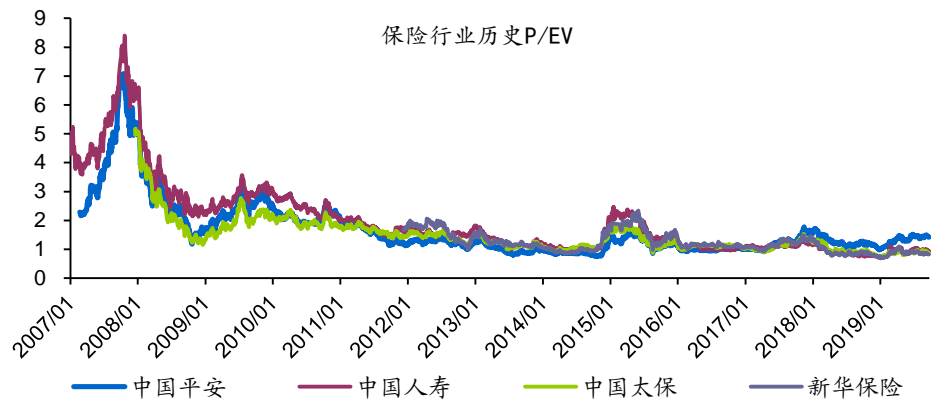
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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： 银行理财资金入市， 衍生品新规落地

①深交所期权交易试点规则出台，ETF期权品种扩容，股票期权开闸。

12月7日，深交所正式发布与股票期权业务相关的《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》等10项规则和《深圳证券交易所股票期权试点证券公司经纪业务指南》等4项指南，标志着深交所已形成内容齐备、体系健全、层次清晰的股票期权制度体系。主要的股票期权交易规则如下：

表4：主要的股票期权交易规则

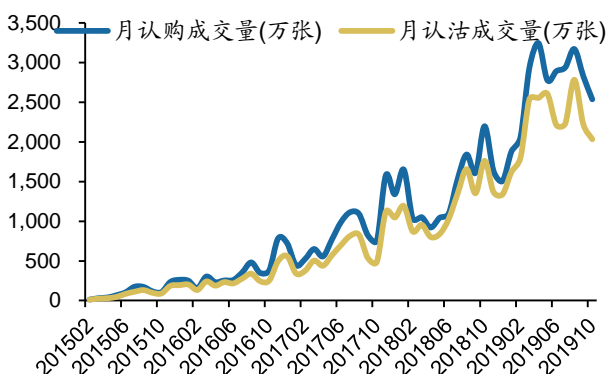
对象	规则	具体内容
期权合约	标的	深交所上市交易的股票、交易型开放式基金及其他批准的证券品种 融资融券标的证券 上市不少于六个月
	股票需要满足的条件	最近6个月日均波动幅度不超过基准指数的三倍 最近6个月日均持股账户不低于4000户 深交所规定的其他调价
	交易型开放式积极需要满足的条件	融资融券标的证券 上市不少于六个月 最近6个月日均持股账户不低于4000户 深交所规定的其他调价
	到期日	到期月份的第四个星期三，若该日为假日等，顺延次一个交易日
	交易	交易方式/交易日 连续竞价和集合竞价交易，同股票市场
投资者适当性管理	禁止	上市公司董监高、持股5%以上的股东及一致行动人不得买卖该公司股票相关期权
	个人条件	开户前20个交易日日均资产不低于50万元 在证券公司开户6个月以上，且具备融资融券资格或者期货交易经历；或者在期货前20个交易日日均资产不低于100万元
	机构条件	净资产不低于100万元

数据来源：深交所、广发证券发展研究中心

一方面，深交所期权交易的落地，极大的扩容了当前ETF期权品种。

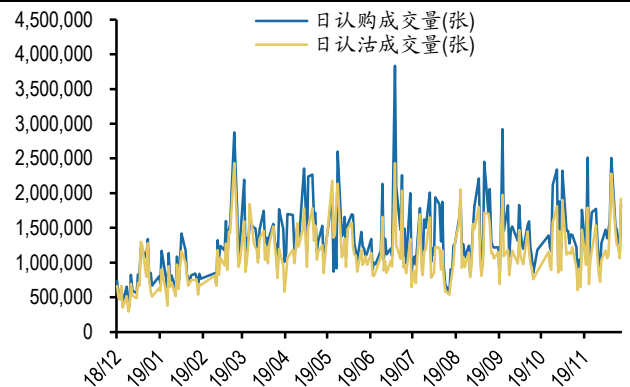
现有的50ETF期权自2015年2月面世以来，市场规模稳步扩容，成交量呈现温和放大的趋势。据上交所数据，2019年11月50ETF期权合约成交量为0.58亿张，全年日均成交量242万张。此次深交所ETF期权的落地，对沪深300ETF期权成交量等的放大有着积极的作用。

图10：50ETF期权月成交量情况（张）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图11：50ETF日成交量（张）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

另一方面，个股期权的放开将极大的促进场内市场的活跃交易。

香港市场窝轮及牛熊证创设蓬勃，成交量大，占全市场成交额的21.69%。

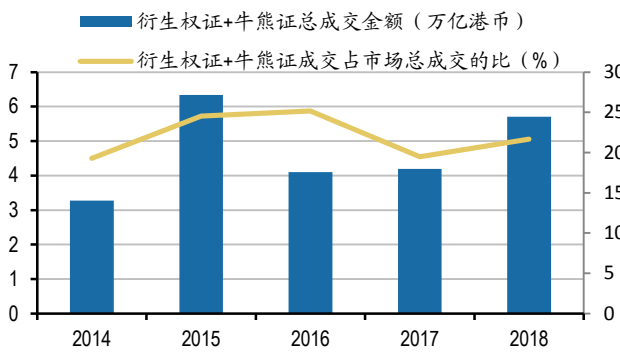
以香港市场为例，其市场交易量活跃发达，权证是重要的投资以及对冲避险手段，因此港交所大力发展权证市场，分别在1988年推出衍生权证（也叫做窝轮，本质是个股期权）和2006年6月12日引入牛熊证（一种股票期权，反应相关表现的结构产品）。

至今窝轮与牛熊证已成为市场上广受欢迎的衍生产品，港交所数据统计。香港交易所证券化产品中的衍生认股权证（即窝轮）及牛熊证（二者本质均是股票期权）成交额高达5.70万亿港元，合约总成交量达12728万张。

2018年，香港市场上流通的衍生认股权证共6973支，是普通股（上市公司）数量的3.51倍，牛熊证2847支，是普通股数量的1.48倍。

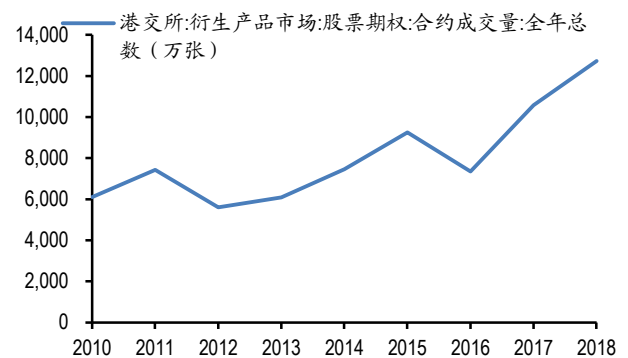
2018年全年，窝轮及牛熊证的交易额占交易所总成交金额的21.69%，是市场的重要组成部分。

图12: 香港衍生权证+牛熊证（个股期权）总成交额（左轴）及其占市场比（右轴）



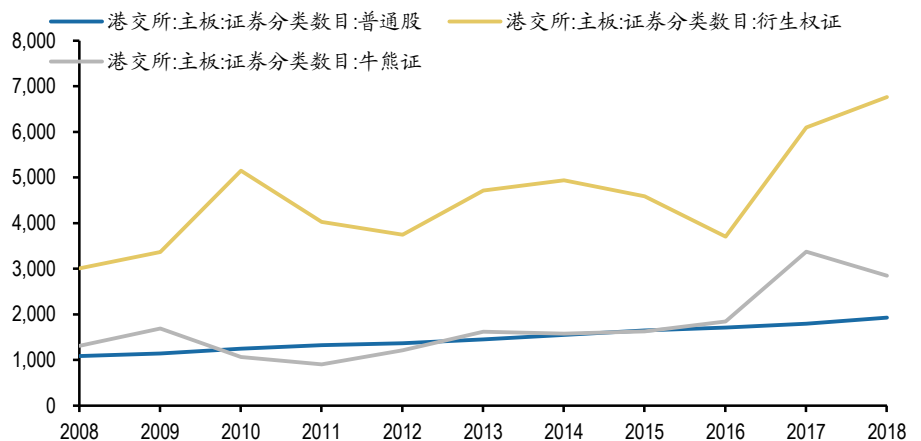
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图13: 港交所衍生品市场股票期权成交量（万张）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

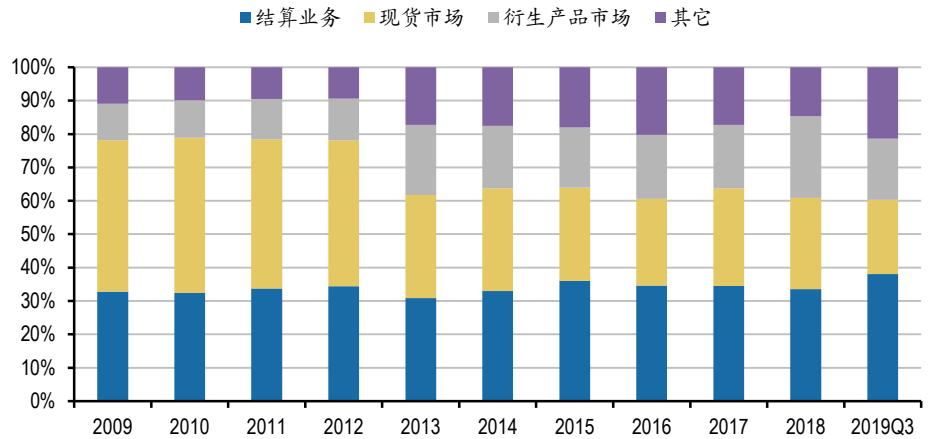
图14: 香港期权市场产品创设蓬勃发展（单位：个数）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

从港交所数据看，当前衍生品市场贡献收入已接近现货市场贡献收入，2019年Q3现货市场贡献收入28亿港元，衍生品市场贡献收入23亿港元。

图15: 香港证券交易所收入结构



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

由于窝轮及牛熊证皆是由投行创设并在交易所挂牌流通，因此投行一方面可以赚取期权交易的经纪手续费，香港地区此部分贡献的经纪手续费已与现货市场相当；一方面可以在权证的创设中赚取可观的结构性套利收益（获益部分为期权费-对冲成本）。

第三，场内市场的逐步完善会大大促进场外期权业务的发展

场内期权是场外期权定价的锚，场内期权主要是标准化合约（以香草期权为主），而场外期权（各种奇异期权）主要是根据客户需求开发个性化对冲工具。从海外看，场内期权一半的交易量来自于场外期权的对冲需求，所以场内市场的逐步完善会大大促进场外期权业务的发展。

②银行理财子公司可以开立证券账户，入市落地。

12月6日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，针对商业银行理财子公司的相关内容进行最新修订。

主要的修订内容：**一是扩大定义范围。**《业务指南》将“特殊机构”的范围扩充，除此前的证券公司及其资管子公司、基金管理公司及其子公司、保险公司、信托公司、商业银行、外国战略投资者以外，“**商业银行理财子公司**”正式成为特殊市场参与主体之一。**二是商业银行理财子公司开立理财产品证券账户。**理财子公司发行的在“全国银行业理财信息登记系统”登记的理财产品，可开立商业银行理财产品证券账户。对于分期发行的银行理财产品，可以每一期产品分别开立证券账户，也可以按产品系列开立证券账户，而单次募集的开放式银行理财产品可以产品名义开立证券账户。

截止目前已有13家银行理财子公司获批成立，8家银行理财公司已正式开业，具体情况如下：

表5：获批成立的理财子公司的银行

公司名称	获批日期	成立日期	股东	注册资本(亿元)
工银理财	2019-02-15	2019-05-20	中国工商银行	160
建信理财	2018-12-26	2019-05-20	中国建设银行	150
交银理财	2019-01-04	2019-05-28	交通银行	80
中银理财	2018-12-26	2019-06-24	中国银行	100
农银理财	2019-01-04	2019-07-22	中国农业银行	120
光大理财	2019-04-16	2019-09-24	中国光大银行	50
招银理财	2019-04-16	2019-10-31	招商银行	50
中邮理财	2019-05-28	2019-12-05	中国邮政储蓄银行	80
杭银理财	2019-06-24		杭州银行	10
徽银理财	2019-08-21		徽商银行	20
宁银理财	2019-06-26		宁波银行	10
信银理财	2019-12-06		中信银行	50
兴银理财	2019-06-06		兴业银行	50

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

此次修订后，银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，并开立相关理财产品证券账户。银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场报告（2019上半年）》显示至2019年6月，全国共有403家银行业金融机构有存续的非保本理财产品，理财产品4.7万只，存续余额22.18万亿元，与2018年底的存续余额22.04万亿元相比增0.14万亿元。如今随着银行理财入市打通最后一环，有望为A股市场带来可观资金增量。

③MOM新规落地，银行-券商/基金委外进入合规发展阶段。

12月6日，证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行）》（以下简称《指引》），自发布之日起实施。

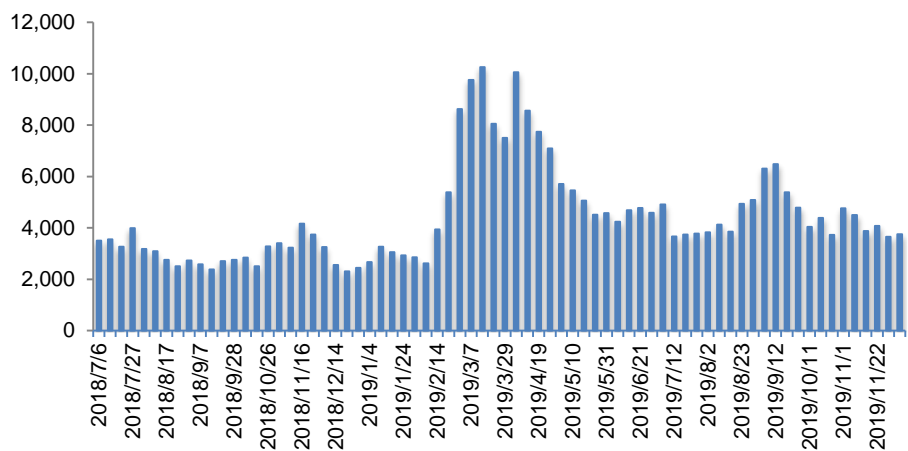
《指引》共28条，对MOM产品定义、运作模式、参与主体主要职责及资质要求、投资运作、内部控制及风险管理、法律责任等进行了规范。一是明确产品定义和运作模式。二是界定参与主体职责。三是管理人及投资顾问应具备相应的胜任能力。四是规范产品投资运作。五是加强利益冲突防范及风险防控。

《资管新规》要求：禁止资管产品多层嵌套，允许资管产品再投资一层资管产品，但所投资的产品不得再投资公募证券投资基金以外的产品。FOF自身占用了两个产品层级，无法再接受上层产品形式的投资，这使得FOF业务面临严重的募资难问题，。而传统FOF业务中最大的资金来源银行理财正是一个产品层级，所以银行理财等产品无法继续成为FOF业务的资金方。而《指引》明确MOM只有一层产品结构，意味着银行可以继续委托证券经营机构做MOM，所以在MOM的“银行(面向终端客户的产品端，委托人)-券商”，（公募）基金公司(MOM资管产品的管理人)-证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构“业务链条上，证券经营机构能够迎来新的业务增长。

在对外开放不断落地，外资进入不断加速的明确趋势下，快速做大做强本土券商以应对外资竞争是当前最核心以及最紧迫的任务。行业层面，政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜，衍生品市场扩容及国际化发展机遇下，行业龙头抢得先机，创新预期助力强者恒强，行业集中度提升逻辑顺畅。在此背景下，无论是业务端资本端都已明确向头部券商大力倾斜。

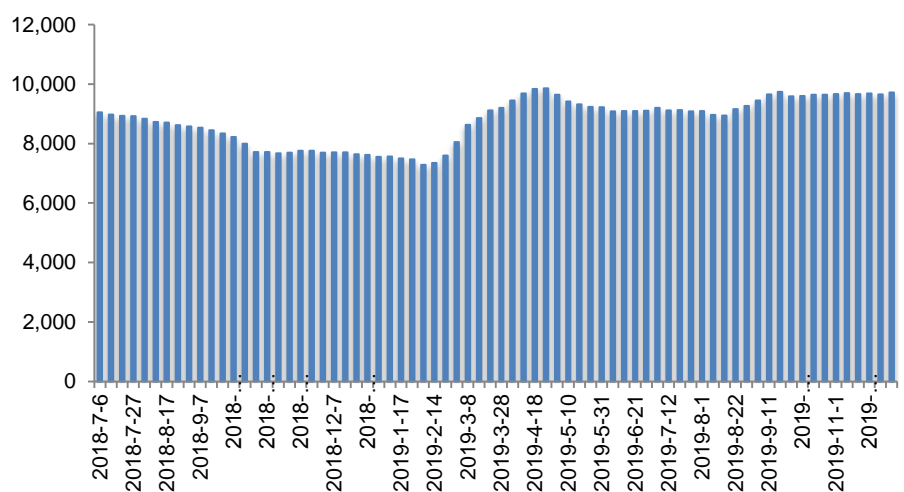
建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图16：全部AB股周度成交金额（亿元）



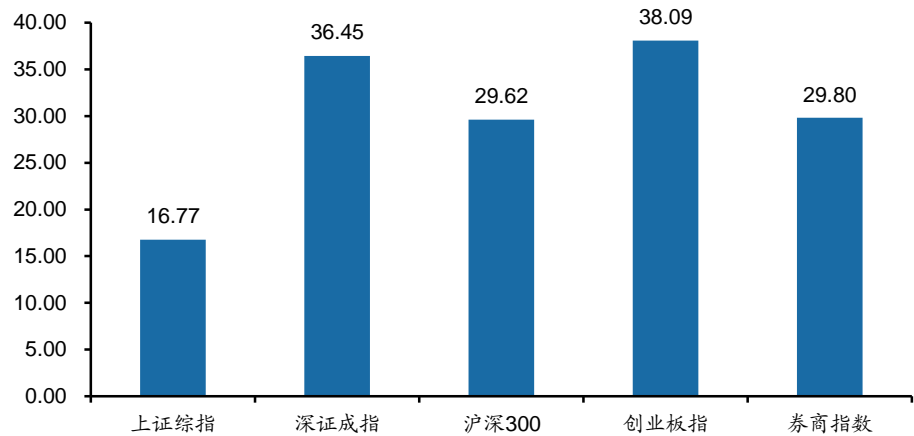
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图17：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18: 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	49.80	4.81	4.87	5.51	8.30	10.23	9.04	1.16	1.03	1.06
(USD)	高盛集团	GS.N	224.61	25.53	23.11	25.08	8.20	9.72	8.96	1.05	1.01	0.94
港股	友邦保险	01299.HK	77.95	1.68	3.77	4.34	46.40	20.68	17.96	3.09	2.70	2.38
(HKD)	中国太平	00966.HK	18.38	1.81	2.61	3.19	10.94	4.88	4.24	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 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与徽商银行(03698)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)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。