

非银金融行业

政策利好、外部改善，关注非银配置机会

行业评级

买入

前次评级

买入

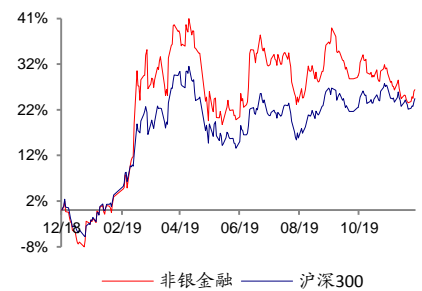
报告日期

2019-12-15

核心观点

- 证券：**（1）分拆上市新规正式落地，正式发布的《分拆上市若干规定》有多项关键内容调整，①盈利门槛从 10 亿元调整到 6 亿元②允许最近三年内使用募资规模不超过子公司资产 10%的子公司分拆③子公司董事、高管持股限制由 10%放宽至 30%④修改同业竞争表述。放松各项准入，A 股市场境内分拆上市的制度空白将被填补。（2）12 月 13 日，证监会主席易会满传达中央经济会议工作会议精神，强调坚守科创板定位，加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，加大期货期权产品供给。（3）深交所大幅减免股票上市收费，上市初费及上市年费，总股本在 4 亿元（含）以下的上市公司上市初费暂免收取；总股本在 4 亿元以上的上市公司上市初费减半收取。预计将为深市上市公司减负超过 1 亿元，中小企再迎减负利好。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。当前行业整体估值仍然较低，建议关注：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：**估值低位，长期布局。当前行业发展面临转型期，未来保险高端市场越发受到关注，自过渡期以来，行业先后经历产品端迭代和代理人团队优化，目前主打挖掘高端客户群体需求，进一步完善服务，提供全生命周期服务。经历了连续两年新单保费低/负增长后，我们认为行业最坏时点已过，2020 年新单保费有望逐渐回升至正增长，原因在于：一是代理人行业性净脱落压力逐渐收敛，且通过提升代理人产能实现保费增长的探索已有效开展；二是保费结构再均衡，除了健康险仍处于较高增长外，低利率环境以及资管新规环境下，以年金为代表的储蓄型产品开始焕发活力。对于未来，我们有两个判断：一是随着人海战术的终结，保费增长主要来自产能提升，预计增速将维持中等水平；二是产品均衡发展，健康险和年金维持较高增长。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）。
- 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：\tS0260519080002

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	86.77	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	47.41	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	37.10	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	93.10	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	33.60	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	30.55	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	14.71	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	18.54	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	23.00	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	8.56	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	12.98	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	16.04	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	14.18	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。

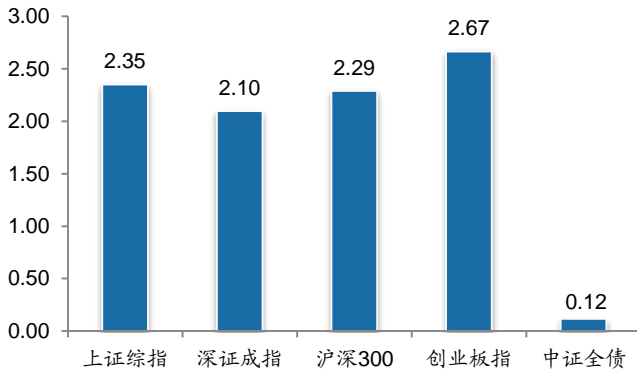
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

一、一周表现

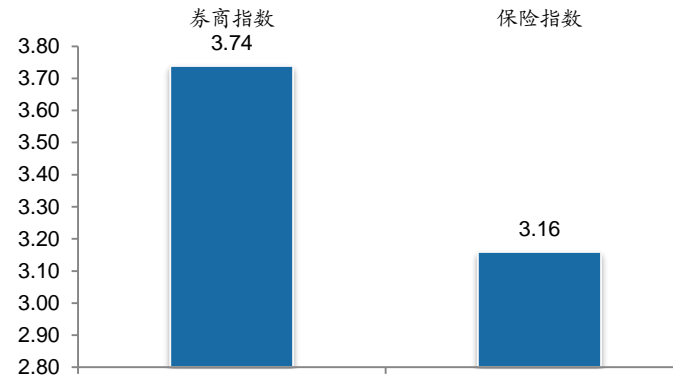
上证指数报2967.68点，涨2.35%；深证成指报10004.62点，涨2.10%；沪深300报3968.22点，涨2.29%；创业板指数报1755.41点，涨2.67%。中信II证券指数CI005165涨3.74%、中信II保险指数CI005166涨3.16%。

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

二、行业动态及一周点评

保险：估值低位，长期布局

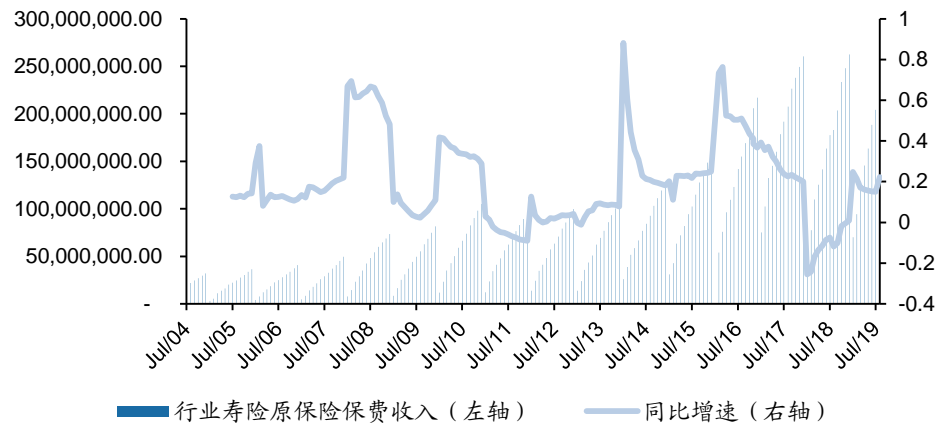
当前行业发展面临转型期，未来保险高端市场越发受到关注，自过渡期以来，行业先后经历产品端迭代和代理人团队优化，目前主打挖掘高端客户群体需求，进一步完善服务，提供全生命周期服务。

经历了连续两年新单保费低/负增长后，我们认为行业最坏时点已过，2020年新单保费有望逐渐回升至正增长，原因在于：一是代理人行业性净脱落压力逐渐收敛，且通过提升代理人产能实现保费增长的探索已有效开展；二是保费结构再均衡，除了健康险仍处于较高增长外，低利率环境以及资管新规环境下，以年金为代表的储蓄型产品开始焕发活力。对于未来，我们有两个判断：一是随着人海战术的终结，保费增长主要来自产能提升，预计增速将维持中等水平；二是产品均衡发展，健康险和年金维持较高增长。

当前行业整体估值仍然较低，**建议关注：当前行业整体估值仍然较低，建议关注：中国平安(A/H)、中国太保(A/H)、新华保险(A/H)、中国人寿(A/H)。**

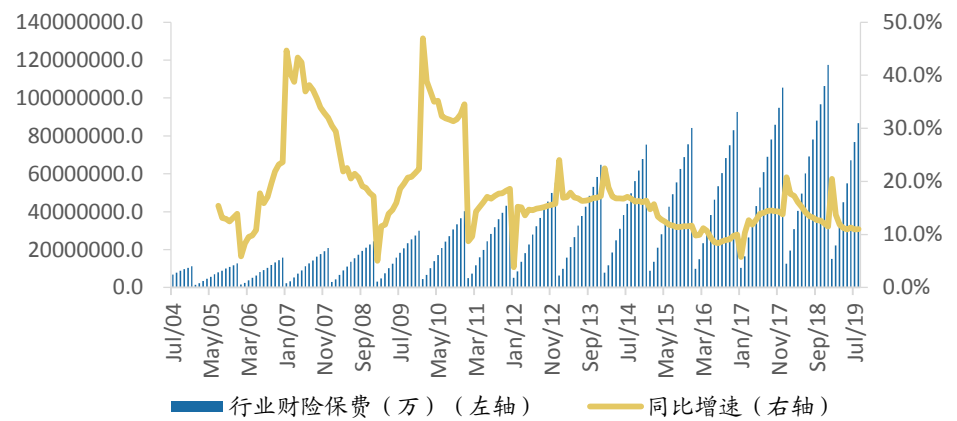
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



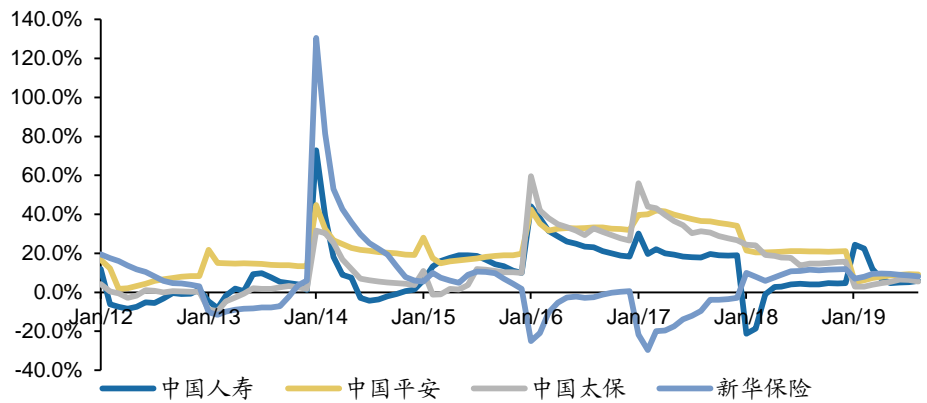
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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)

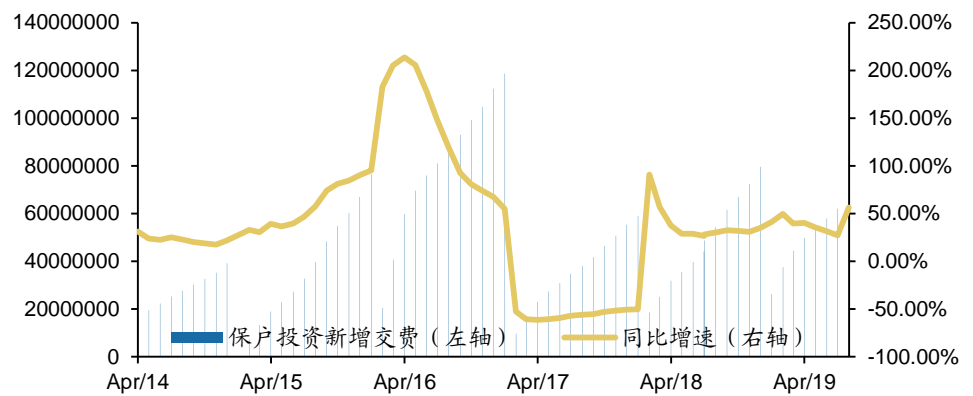
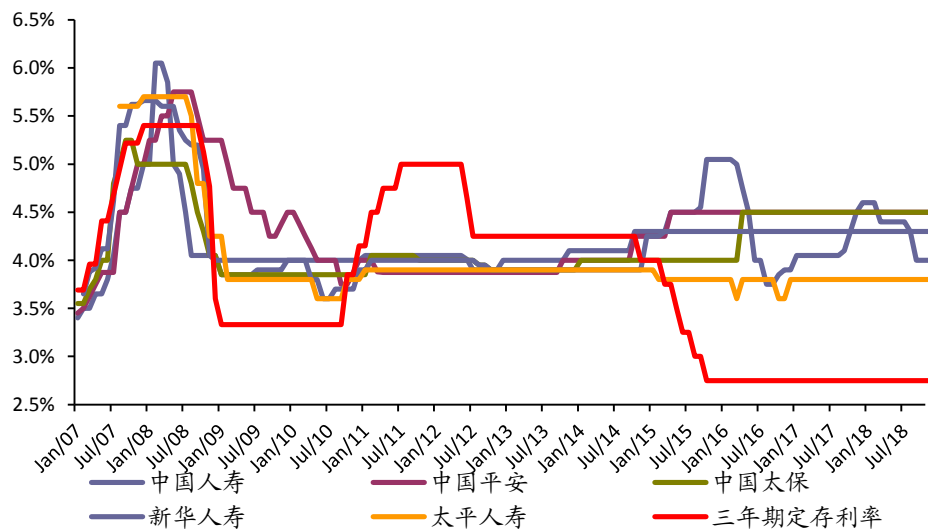
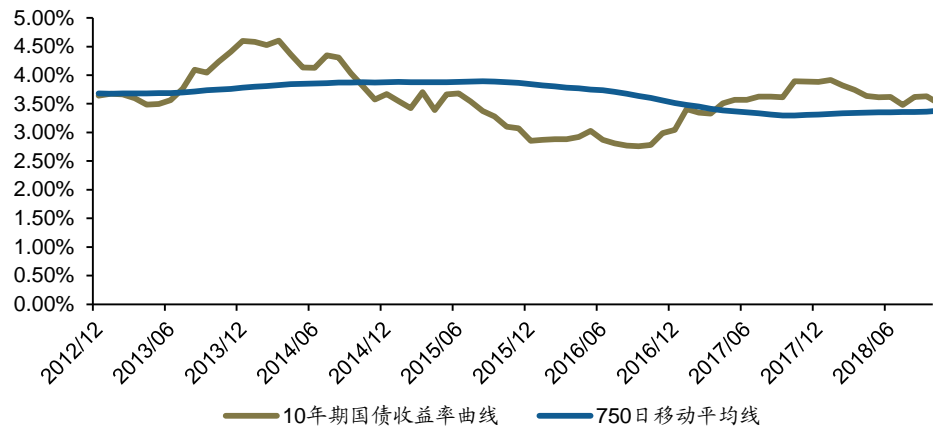


图7: 行业万能险结算利率



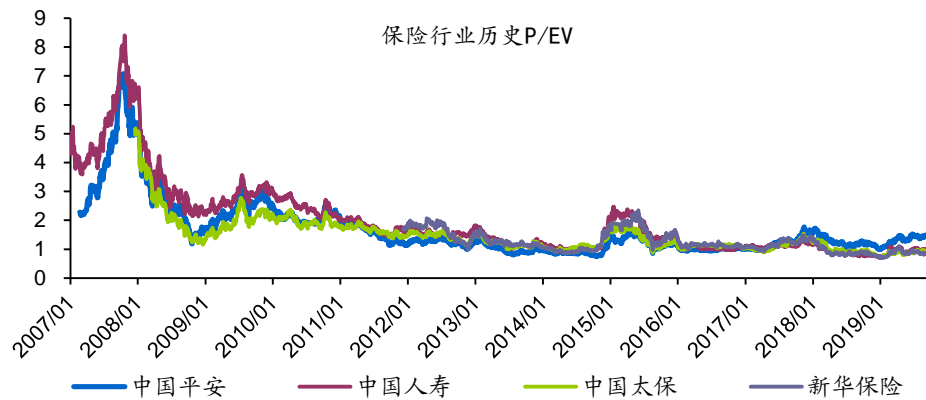
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19	Oct/19
中国人寿	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.8%	6.1%	5.8%
中国平安-人寿	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%	9.2%	9.2%	9.1%
中国平安-健康	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%	64.4%	71.7%	70.1%
中国平安-养老	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%	11.1%	13.0%	16.3%
中国平安	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%	9.7%	9.8%	9.9%
中国太保	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%	5.5%	5.7%	5.6%
新华保险	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%	8.1%	7.9%	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	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19	Oct/19
中国人寿	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%	41.6%	41.2%	-56.5%
中国平安-人寿	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%	0.1%	10.2%	-12.0%
中国平安-健康	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%	-13.6%	48.5%	-39.4%
中国平安-养老	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%	4.4%	40.4%	-27.6%
中国平安	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%	0.1%	12.3%	-13.6%
中国太保	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%	72.6%	-17.2%	-30.0%
新华保险	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%	0.1%	100.5%	-38.6%

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 3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19	Oct/19
中国人寿	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%	13.4%	8.7%	-0.4%
中国平安-人寿	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%	8.8%	9.3%	8.3%
中国平安-健康	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%	41.6%	127.7%	54.7%
中国平安-养老	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%	62.6%	28.0%	74.4%
中国平安	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%	11.1%	11.5%	11.1%
中国太保	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%	0.0%	7.0%	4.0%
新华保险	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%	2.9%	7.1%	10.0%

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：分拆上市新规落地，易会满传达中央经济工作会议

1. 分拆上市新规正式落地，放行“准入”再有四大修订

12月13日，证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，较征求意见稿的修订有：

表4：分拆上市新规较征求意见稿修订

项目	正式规定	征求意见稿
盈利门槛	归属上市公司股东的净利润累计不低于6亿元人民币	归属上市公司股东的净利润累计不低于10亿元人民币
募资资金使用要求	允许最近三年内使用募资规模不超过子公司净资产10%的子公司分拆	不允许三年内使用过募资的业务或资产分拆单独上市
子公司董事、高管持股要求	上市公司和子公司的董事、高管持有子公司的股份不得超过30%	上市公司和子公司的董事、高管持有子公司的股份不得超过10%
同业竞争	分拆后母子上市公司符合所在板块关于同业竞争、关联交易的监管要求，以兼顾不同板块的制度安排	对主板、创业板、科创板同业竞争要求一致

数据来源：广发证券发展研究中心

正式稿结合资本市场现阶段的发展状况，四大修订放行准入，能够进一步发挥分拆的工具作用。上市公司募资的用途较多，少量使用募集资金是上市公司培育业务的客观需要，证监会放开对募集资金的使用要求利于这类业务或资产的发展。放宽管理团队持股要求，适应了公司管理团队持股情况越来越常见的实践需要。放宽同业竞争监管，兼顾了母子上市公司在不同板块同业竞争应对不同关联交易的监管要求。

《若干规定》发布顺应了市场需求，填补了境内分拆上市的制度空白。此次新规不仅明确了分拆上市门槛，也加强了对分拆上市行为的监管。

表5：《若干规定》强化监管

项目	正式规定
上市公司披露分拆信息	按照重大资产重组的规定披露信息，交易所则对分拆信息的披露情况开展问询，必要时有关部门还会进行现场核查
子公司申请发行上市	需要履行IPO或重组上市注册或审核程序
子公司日常监管	母子公司作为上市公司，将独立编制和披露财务报表及其他非财务信息，都会接受较为严格的日常监管、公众监督

数据来源：广发证券发展研究中心

当然，与境外规则相比较，目前A股设定的标准更为严格，如要求上市公司扣除子公司利润后净利润三年累计不超过6亿元，香港市场只是要求上市公司最近五年中任何三年的合计利润不少于5000万港元；美国、日本等均不存在利润要求。再如，规则要求子公司净利润、净资产占比不超过母公司的一定比例，境外均无此要求。

这体现证监会从保护中小投资者权益的角度出发，保障母子公司都具备独立面向市场的能力。

2. 中美已就第一阶段经贸协议文本达成一致

12月13日，国信办举行新闻发布会。宣布美方已经承诺将取消部分对华产品的加征关税，同时会加大对中国输美产品关税豁免的力度，实现加征关税由升到降的转变，美方还同意公布中国的香梨、柑橘、鲜枣输美监管通报程序，允许这些产品向美国出口，并在协议中就尽快解除中国输美水产品自动扣留等作出了积极承诺。

同时，中方也将相应考虑不实施原计划在12月15日生效的拟对美方进口产品加征关税的措施，增加采购优质和具有市场竞争力的美国农产品

第二阶段的磋商将取决于第一阶段协议的落实情况，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，一是促进双边经贸合作，二是增进中美两国和全球人民的福祉，三是稳定全球市场的预期。

3. 易会满召开党委扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神

12月13日，易会满主持会议传达中央经济工作会议精神。

会议的主要内容有：强调坚守科创板定位，加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，加大期货期权产品供给。

目前，新三板多项改革举措已完成市场的意见征求，全国股转公司副总经理隋强在参加时代峰会2019时表示，新三板相关规则的征求意见已经结束，有望近期正式发布，公开发并进入精选层的各方面准备工作已经就绪，按照目前的工作计划，有望在2020年上半年落地实施。

同时，12月13日，股指期货、沪深300ETF期权合约等多个品种明确，将于12月23日上市交易。

4. 深交所大幅减免股票上市收费，中小企再迎减负利好。

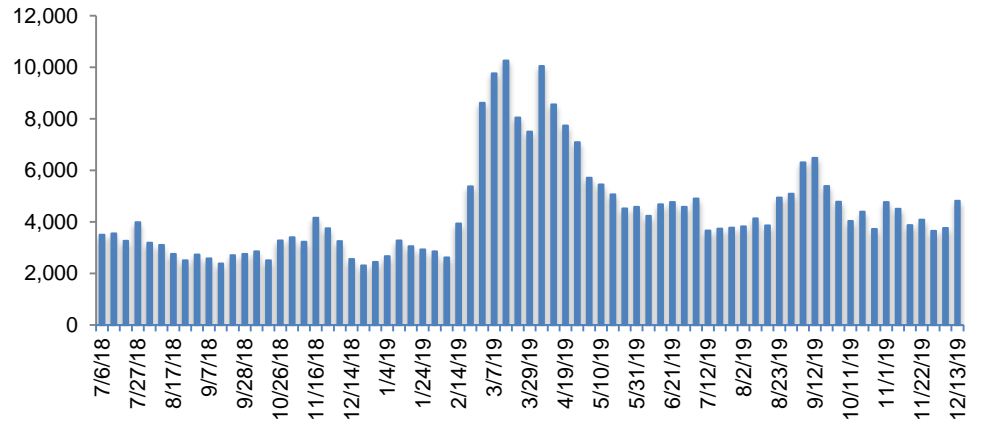
12月13日，深交所发布《关于下调股票上市费收费标准的通知》。上市初费及上市年费，总股本在4亿元（含）以下的上市公司上市初费暂免收取；总股本在4亿元以上的上市公司上市初费减半收取。本次调整是深交所在目前标准基础上，进一步下调股票上市费收费标准，预计将为深市上市公司减负超过1亿元。

本次调整能更好服务实体经济，切实减轻企业负担，进一步支持上市公司发展。

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。

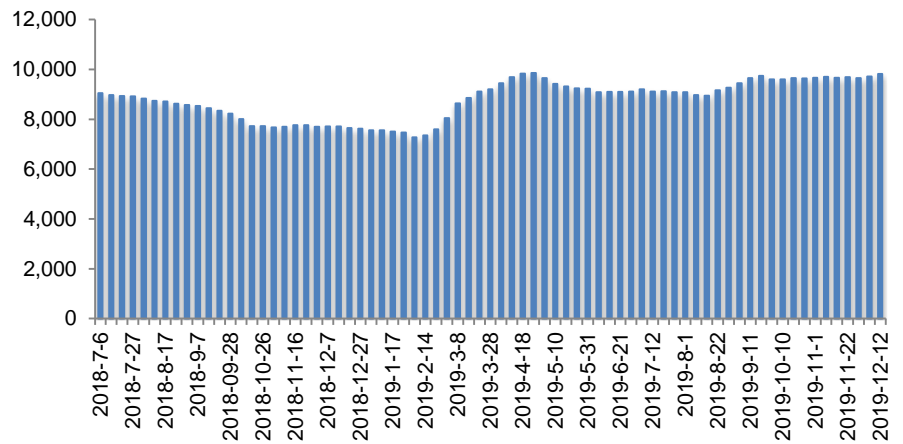
当前行业整体估值仍然较低，建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



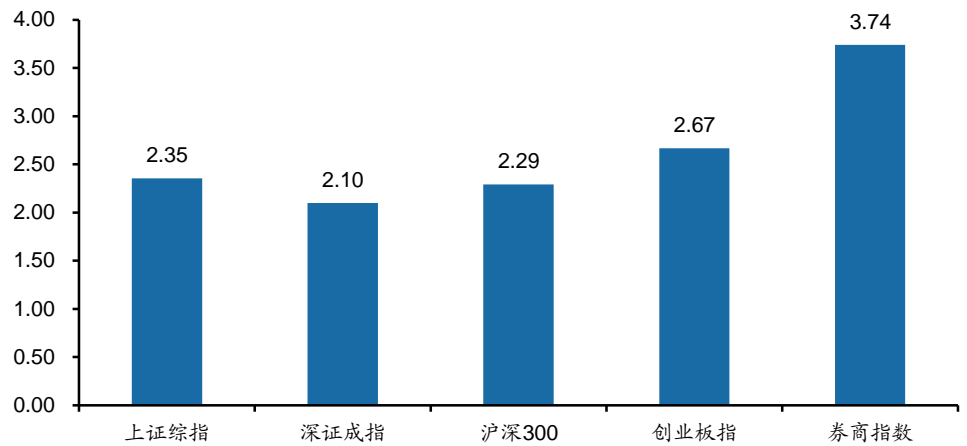
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	50.24	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	225.0	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	82.65	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	19.52	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。

三、 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（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。