

兴业证券 (601377.SH)

自营拖累业绩表现, 财富长期优势不改

核心观点:

- **公司披露 2022 年中报, 业绩下滑显著。**2022 上半年公司实现营业收入 49.46 亿元, 同比下降 51.27%; 归母净利润 13.74 亿元, 同比下滑 43.68%。2022H1 整体年化 ROE6.56%, 同比下滑 6 个百分点。剔除客户资金的杠杆倍数提升至 3.65。
- **市场下行与波动加剧, 在去年同期高基数下多业务线下滑显著。**2022H1 合并利润表显示①投资净收益(含公允)-1.4 亿元, 同比-107.8%; ②资管(含基金)收入 15.7 亿元, 同比-47.3%; ③经纪业务同比-10.5%; ④投行业务收入同比-22.7%达到 4.8 亿元。
- **财富管理转型稳步推进:**持续完善客户分类分层服务体系, 家办机制建设持续推进, 客户综合服务能力明显提升; 公募保有量与代销收入稳定在同业前十。兴业证券控股兴全基金、持股南方基金, 2022H1 利润贡献占比合计达到 40%。兴全基金管理规模达到 6825 亿元, 同比+12%, 实现净利润 9.2 亿元(同比-33%)。兴证资管规模达到 616.9 亿元, 同比+3%, 公募化改造稳步推进, 并紧抓银行投顾委外业务发展机遇强化同业合作生态圈建设。大投行业务收入排名保持行业领先, 股、债融资额排名均实现提升, 股权承销规模市占率提升至 2.6%。
- **盈利预测与投资建议。**市场波动造成业绩拖累, 助力加速非方向性投资转型, 财富管理大时代, 公司有望凭借综合服务及协同能力、资管能力持续受益, 预计公司 2022-2023 年实现归母净利润 32.45 亿元、39.82 亿元, 每股净资产 6.17 元、6.56 元, 考虑到可比券商 2022 年 0.9X-1.5XPB 的估值中枢, 给予公司 2022 年 1.3XPB 估值, 每股合理价值为 8.02 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**投行竞争加大; 佣金率下滑; 经济及市场波动导致业绩不达预期; 衍生品等投资交易业务推进不达预期。

盈利预测:

单位: CNY	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17580	18972	15058	17086	20004
增长率(%)	23.4%	7.9%	-20.6%	13.5%	17.1%
归母净利润(百万元)	4003	4743	3245	3982	5153
增长率(%)	127.1%	18.5%	-31.6%	22.7%	29.4%
EPS(元/股)	0.60	0.71	0.38	0.46	0.60
市盈率(P/E)	35.61	19.86	16.45	13.40	10.36
市净率(P/B)	1.42	1.62	1.00	0.94	0.88

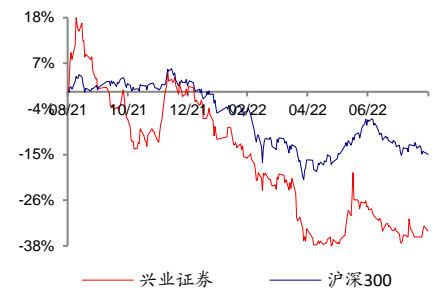
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	6.18 元
合理价值	8.02 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-31

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

相关研究:

- 兴业证券(601377.SH):自营 2022-04-30
波动拖累业绩, 投行业务有所改善
- 兴业证券(601377.SH):资管 2022-04-01
优势延续, 协同赋能下看好能力升级
- 兴业证券(601377.SH):大财 2021-11-02
富产业链发展向好, 投资收益略有波动

联系人:

严漪澜 0755-88286912

yanyilan@gf.com.cn

目录索引

一、营业收入与净利润同比大幅下滑	4
(一) 营收同比-51.27%，归母净利润同比-43.68%.....	4
(二) 年化 ROE 下降至 6.56%，杠杆率升至 5.04 倍.....	4
二、业务：投资业务下挫显著	6
(一) 资管业务：规模稳步提升，收入同比下滑	6
(二) 财富管理：转型路径逐渐清晰	8
(三) 投行业务：市占率稳中有升	9
(四) 自营投资业务：方向性投资受市场波动拖累	10
三、盈利预测和投资建议.....	11
四、风险提示	11

图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比 (右轴, %)	4
图 2: 公司净利润 (亿元) 及同比 (右轴, %)	4
图 3: 兴业证券杠杆率	5
图 4: 兴业证券剔除客户保证金杠杆率	5
图 5: 兴业证券所有者权益及增速 (亿元, %)	5
图 6: 兴业证券加权年化 ROE(%)	5
图 7: 16-22 年兴业证券各项业务占比 (%)	6
图 8: 22H1 兴业证券业务营收结构 (亿元, %)	6
图 9: 兴证资管受托管理资本金总额 (亿元)	7
图 10: 兴全基金、南方基金净利润 (亿元) 及其对兴业证券贡献占比	7
图 11: 兴业证券经纪业务市占率 (%)	8
图 12: 兴业证券股基交易额市占率 (%)	8
图 13: 兴业证券代销金融产品净收入 (亿元)	8
图 14: 兴业证券两融余额及其市占率 (%)	9
图 15: 兴业证券两融业务收入 (亿元) 及其增速 (%)	9
图 16: 兴业证券股权承销规模 (亿元) 及其规模市占率	9
图 17: 兴业证券投行业务收入 (亿元) 及其增速 (%。右轴)	10
图 18: 兴业证券自营投资业务收益 (亿元) 及其增速 (%。右轴)	10
表 1: 兴业证券主要会计及财务指标一览表	4
表 2: 可比公司估值表	11

一、营业收入与净利润同比大幅下滑

(一) 营收同比-51.27%，归母净利润同比-43.68%

2022年8月30日晚，兴业证券发布2022年业绩中期报告。其中：营业收入49.46亿元，同比下降51.27%；归属于母公司股东的净利润人民币13.74亿元，同比下滑43.68%。

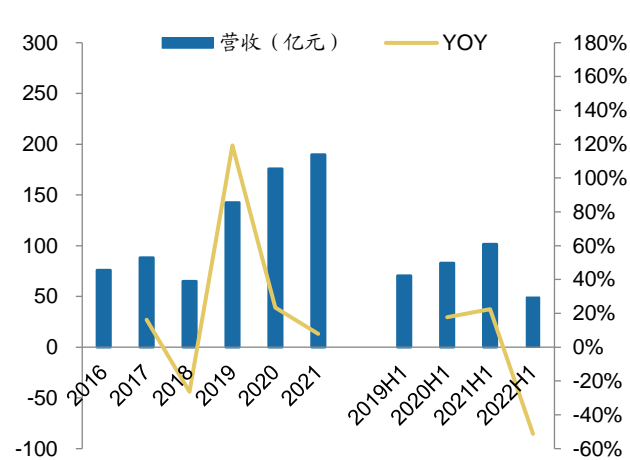
表 1：兴业证券主要会计及财务指标一览表

项目	2021H1	2022H1	本报告期比上年同期增减
营业收入 (亿元)	101.49	49.46	-51.27%
归母净利润 (亿元)	24.39	13.74	-43.68%
稀释每股收益 (元/股)	0.36	0.21	-43.67%
加权平均净资产收益率 (%)	6.28	3.28	-3pct

项目	2021	2022H1	本报告期比上年度末增减
归母净资产 (亿元)	411.89	426.83	3.63%
总资产 (亿元)	2174.63	2382.01	9.54%

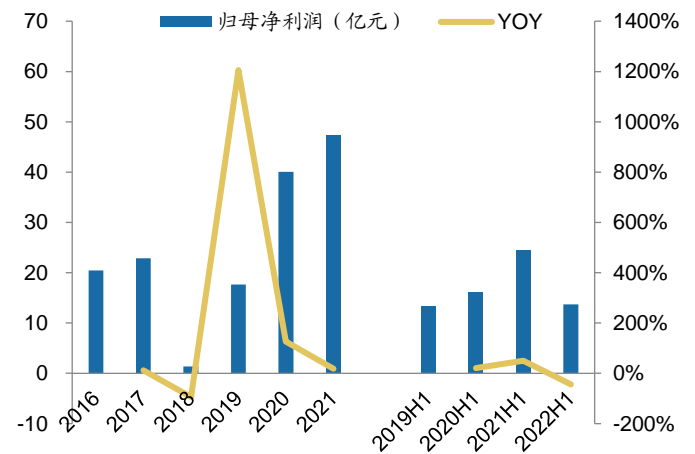
数据来源：兴业证券 2022 半年报、广发证券发展研究中心

图 1：公司营业收入 (亿元) 及同比 (右轴, %)



数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

图 2：公司净利润 (亿元) 及同比 (右轴, %)



数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

(二) 年化 ROE 下降至 6.56%，杠杆率升至 5.04 倍

2022H1，兴业证券净资产472.77亿元，同比+10.92%；总资产2382.01亿元，同比+16.67%。兴业证券整体杠杆率自2021年末的4.79上升至2022H1的5.04。剔除客户保证金的杠杆倍数由2021年末的3.59提升至2022H1的3.65。2022H1整体年化ROE6.56%，同比下滑6个百分点，较2021年末下滑5.48个百分点。

图 3: 兴业证券杠杆率

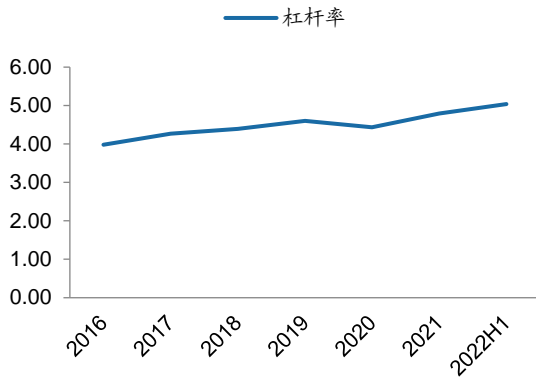
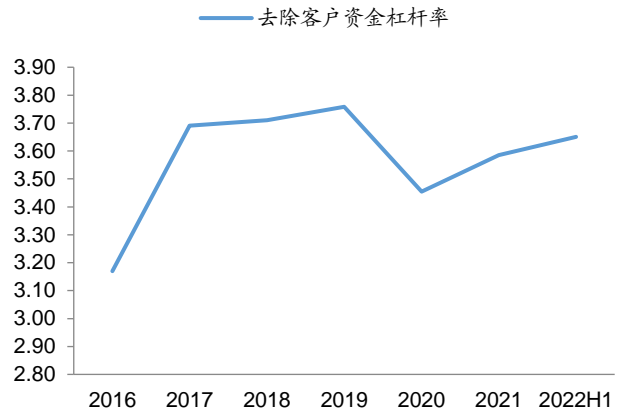


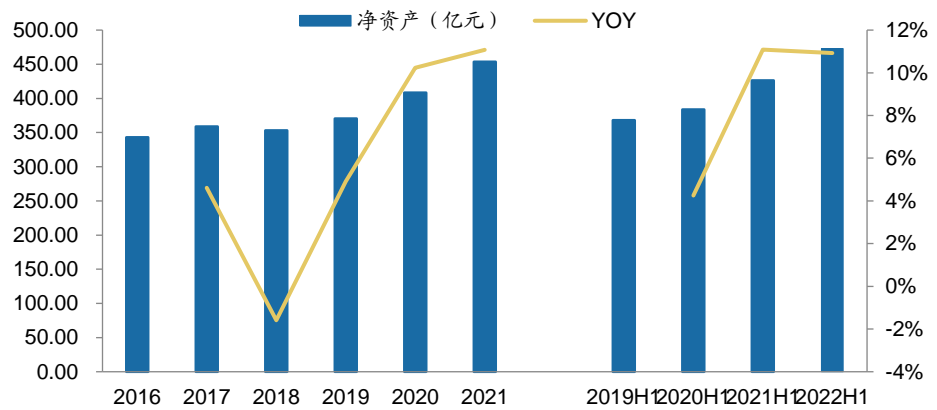
图 4: 兴业证券剔除客户保证金杠杆率



数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

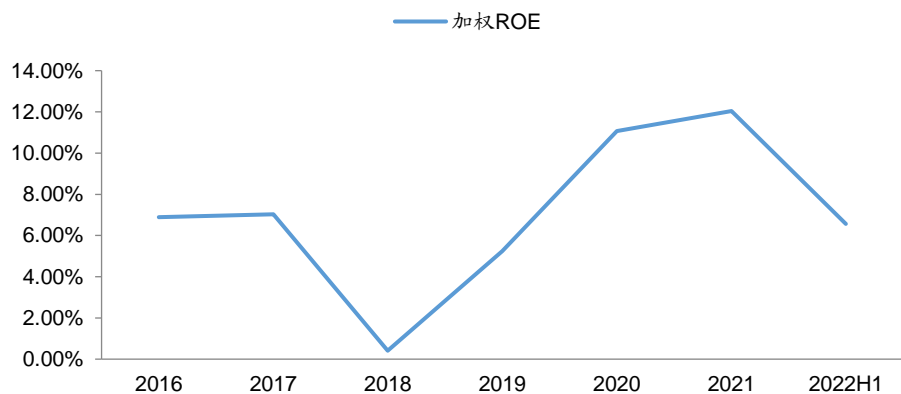
数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 5: 兴业证券所有者权益及增速 (亿元, %)



数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 兴业证券加权年化ROE(%)



数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

根据合并利润表数据，2022H1兴业证券业务营收结构：重资产业务占比13.0%。

经纪、投行、利息净收入占比上升，分别占比31.1%、10.5%与17.1%。

投资净收益（含公允）收入占比大幅下滑，2022H1为-1.44亿元，占比-3.1%。

图 7：16-22年兴业证券各项业务占比（%）

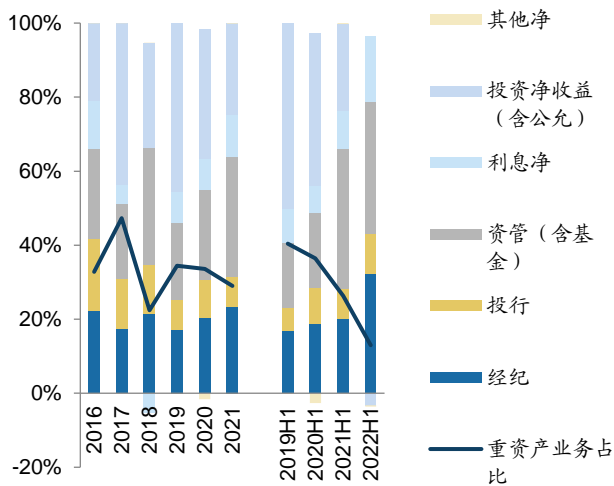
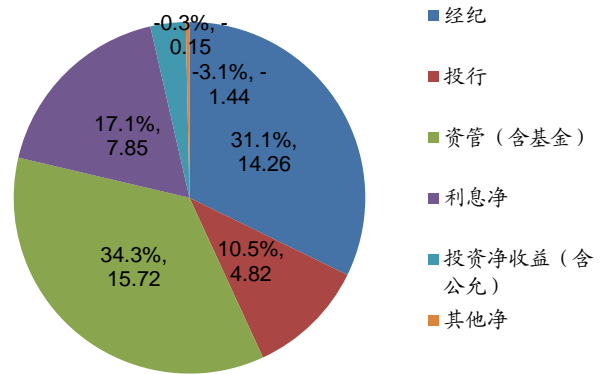


图 8：22H1兴业证券业务营收结构（亿元，%）



数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

注：总营收为净收入口径，剔除了其他业务成本

数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

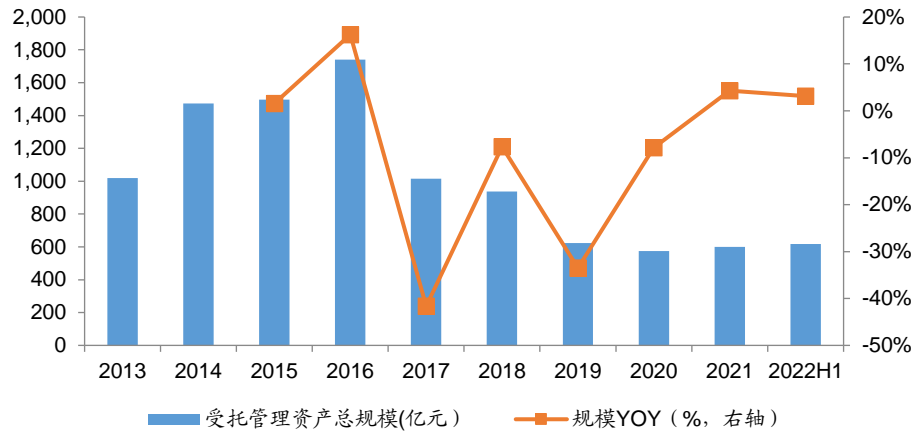
注：总营收为净收入口径，剔除了其他业务成本；

二、业务：投资业务下挫显著

（一）资管业务：规模稳步提升，收入同比下滑

券商资管上，报告期内，全资子公司兴证证券资产管理有限公司在夯实“固收+”底层资产规模，实现固收、权益、创新、大类资产配置各业务线互补发展的同时，全力推进公募改造大集合产品的营销与运作工作，积极打造涵盖纯债、偏债混合、偏股混合、现金管理等丰富种类的公募产品线；紧抓银行投顾委外业务发展机遇，合作银行客户的广度、深度不断拓展，同业合作生态圈建设初见成效。截至2022年6月末，兴证资管受托资产管理资本金总额616.90亿元，同比+3.2%。

图 9: 兴证资管受托管理资本金总额 (亿元)

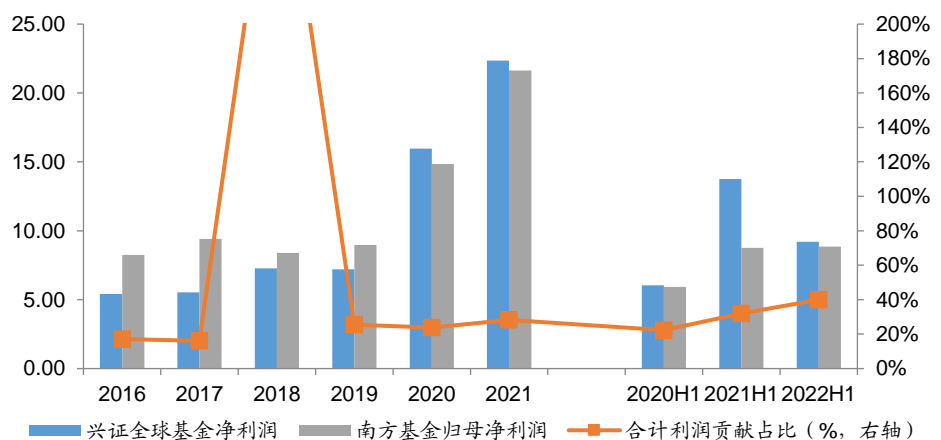


数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

公募基金上,兴证全球基金管理有限公司始终以“基金持有人利益最大化”为首要经营原则,长期为客户创造丰厚回报。在持续强化投研核心优势的同时,不断探索产品和业务模式创新,满足客户多样化的理财需求,基金投顾业务开展成效显著,QDII业务筹备工作稳步推进,公募REITs业务充分布局。兴证全球基金的资产管理规模稳中有升,截至2022年6月末,兴证全球基金资产管理总规模6,825亿元,同比+12%其中公募基金规模6,019亿元,同比+14%。2022H1实现营业收入23.56亿元,同比-40%;净利润9.20亿元,同比-33%。

除此之外,兴业证券持股南方基金9.15%,南方基金2022H1实现营业收入32.73亿元,净利润8.86亿元,其中归属于母公司股东净利润8.55亿元。兴业证券控股兴全基金、持股南方基金,2022H1按权益法计算贡献占比达到40%。

图 10: 兴全基金、南方基金净利润 (亿元) 及其对兴业证券贡献占比



数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

注: 利润贡献按权益法计算

(二) 财富管理：转型路径逐渐清晰

兴业证券完善分层分类的客户服务与管理模式，不断升级投顾队伍专业能力，通过线上智能化运营服务体系优化提升长尾零售客户服务体验；通过服务体系升级、产品矩阵打造、协同链路打通等方式，塑造家族财富管理业务优势；发布“六位一体”上市公司财富管理品牌，为上市公司及其股东、员工量身定制财富管理综合服务方案；以主经纪商为切入点全方位服务机构投资者，构建场景全、功能全、覆盖客户多的极速交易系统。

2022年上半年公司股票基金交易额3.78万亿元，母公司实现代理买卖证券业务净收入(不含席位)6.35亿元。报告期内，公司高价值机构经纪客户数量和机构经纪交易量占比稳中有升。

图 11：兴业证券经纪业务市占率 (%)

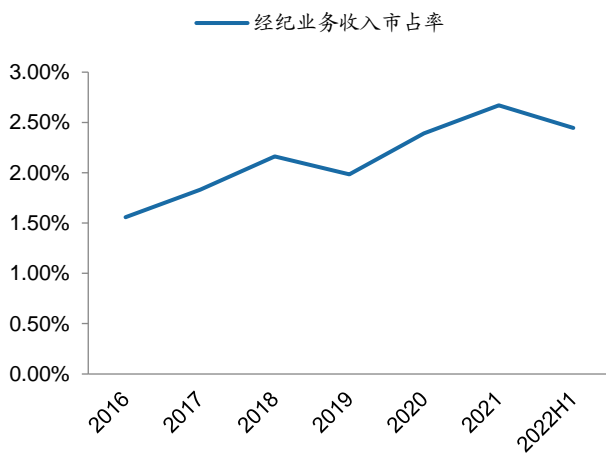
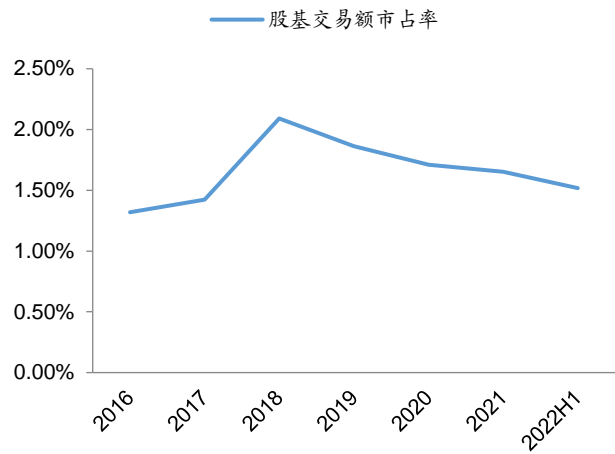


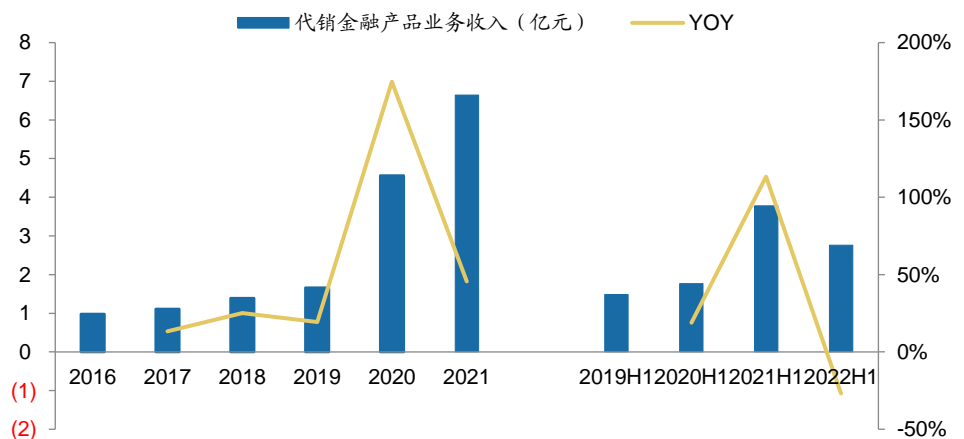
图 12：兴业证券股基交易额市占率 (%)



数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

图 13：兴业证券代销金融产品净收入 (亿元)



数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

受市场行情影响，上半年产品新发及销售遇冷，公司2022H1的代销金融产品收入(母公司) 2.76亿元，同比-27%。

公司持续巩固在券结业务方面的先发优势，依托公司大销售平台，进一步覆盖机构客户金融产品投资需求，以布局基金To B业务为新抓手，建立券结业务生态圈，通过做深研究服务、做大合作覆盖面、做好产品池，以获取优质产品资源为切口，拉动券结模式由1.0向2.0升级。

公司依托财富管理服务平台，贯彻金融科技业务赋能方针，持续优化交易系统和客户体验，报告期内，融券券源渠道日益丰富，截至2022年6月末，公司融资融券业务期末余额286.27亿元，上半年实现融资融券利息收入9.95亿元。

图 14: 兴业证券两融余额及其市占率 (%)

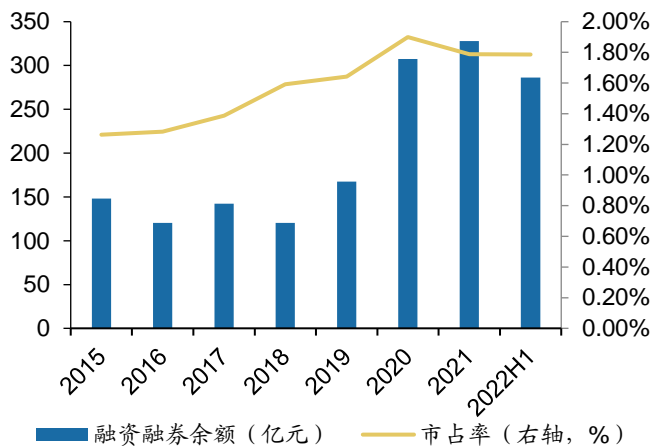
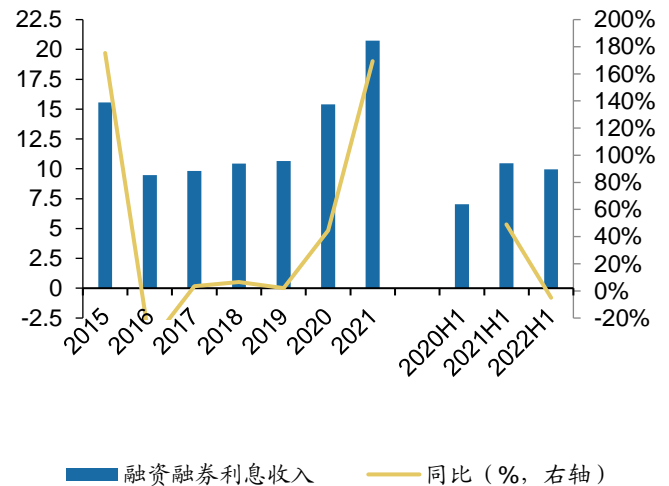


图 15: 兴业证券两融业务收入 (亿元) 及其增速 (%)



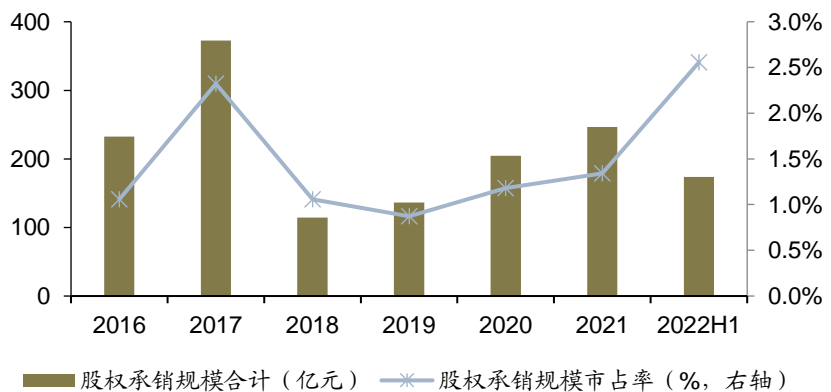
数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

（三）投行业务：市占率稳中有升

报告期内,在严峻的市场环境下,公司持续完善重点行业与区域布局,强化对重点客户的综合服务,大力开展业务创新,深化内外部生态圈建设,股权融资业务得到稳步发展。根据Wind数据统计,报告期内公司完成主承销2单IPO项目和4单再融资项目,主承销金额173.79亿元,行业排名提升至9位。

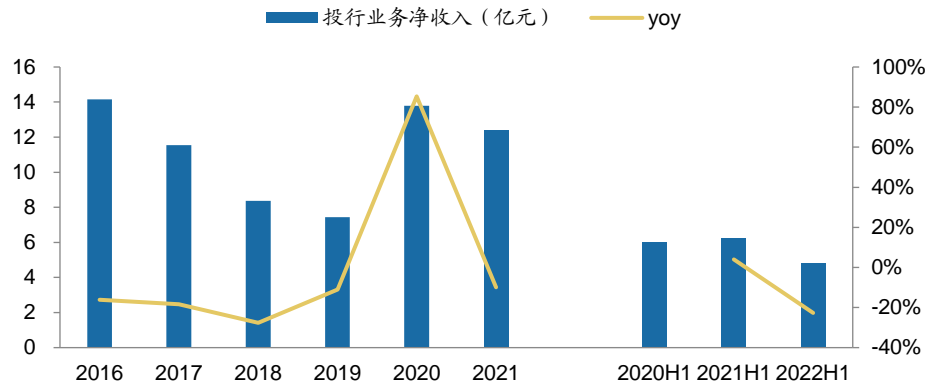
图 16: 兴业证券股权承销规模 (亿元) 及其规模市占率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

根据 Wind 统计数据，报告期内公司完成主承销商企业债、公司债合计84只，承销规模合计355.79亿元，融资只数和融资规模行业排名均提升至14位；完成发行银行间债务融资工具项目20只，承销规模合计61.92亿元，较去年同期增加51亿元，承销规模位列券商中第15位；完成承销发行资产证券化产品20只，承销规模107.47亿元，行业排名第13位。

图 17: 兴业证券投行业务收入 (亿元) 及其增速 (%。右轴)



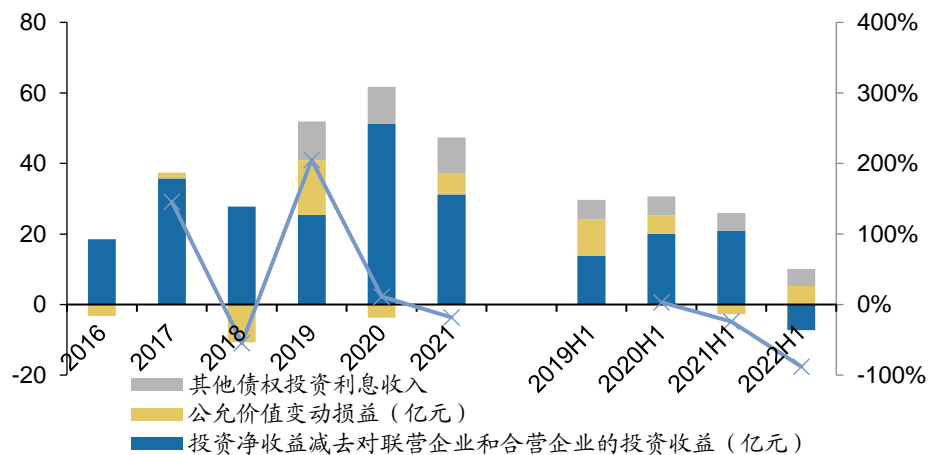
数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

(四) 自营投资业务：方向性投资受市场波动拖累

报告期内，权益投资业务始终坚持稳健投资、价值投资；固定收益自营投资业务，公司整体维持较高债券投资仓位，获得了较好的息差收入；依据市场处于宽幅震荡区间的判断，进行择机交易性操作，业绩位列可比基金前茅。通过全资子公司兴证投资管理有限公司开展另类投资业务，持续践行集团重点行业、重点区域策略，稳步构建外部合作生态圈，资产规模大幅上升，业务结构持续优化，多个已投资项目推进IPO进程；同时，精细化推进项目投后管理工作，风险防御能力得到增强。

2022H1，兴业证券自营投资业务收益为2.79亿元，同比-88%。

图 18: 兴业证券自营投资业务收益 (亿元) 及其增速 (%。右轴)



数据来源：兴业证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

市场波动造成业绩拖累，助力加速非方向性投资转型，财富管理大时代，公司有望凭借综合服务及协同能力、资管能力持续受益，预计公司2022-2023年实现归母净利润32.45亿元、39.82亿元，每股净资产6.17元、6.56元，考虑到可比券商2022年0.9X-1.5XPB的估值中枢，给予公司2022年1.3XPB估值，每股合理价值为8.02元，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

公司	代码	EPS		PE		PB		ROE	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
海通证券	600837.SH	0.98	0.69	9.60	13.64	0.73	0.70	5.41%	5.90%
华泰证券	601688.SH	1.38	1.58	9.50	8.30	0.74	0.69	8.10%	8.60%
中信证券	600030.SH	1.85	2.02	10.41	9.53	1.13	1.03	11.90%	11.30%
国泰君安	601211.SH	1.37	1.47	10.69	9.96	0.83	0.81	8.04%	8.26%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测数据来自广发非银。

四、风险提示

佣金率下滑、投行竞争加大；市场波动加大导致投资收益不及预期，利率互换、股票收益互换、场外期权、远期交易等场外衍生品交易的对手方违约风险，衍生品等投资交易业务推进不及预期等。

利润表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17580	18972	15058	17086	20004	资产总额	181020	217463	234175	250430	360445
手续费及佣金净收入	7778	10106	9237	10492	12500	货币资金	48925	66854	70866	75118	79625
经纪业务收入	2778	3561	3559	3985	4456	结算备付金	7308	6612	6612	6612	6612
投行收入	1379	1242	1410	1718	2092	交易性金融资产	49574	60102	70920	76594	159315
大资管业务收入	3283	4954	4269	4788	5952	长期股权投资	2334	4729	5438	6798	8497
投资收益(含公允价值变动)	4742	3782	884	1695	2530	固定资产	652	800	800	800	800
利息净收入	1167	1724	1568	1630	1796	无形资产	259	362	362	362	362
其他收入	3668	3111	3205	3108	3015	商誉	12	12	12	12	12
营业支出	-11380	-11264	-10422	-11396	-12638	其他资产	71956	77991	79164	84134	105221
管理费用	-6758	-8131	-6927	-7860	-9202	负债总额	140184	172108	175514	188068	293339
其他支出	-3886	-3090	-3157	-3062	-2970	代理买卖证券款	44535	60512	71404	84257	99424
营业利润	6200	7708	4636	5691	7366	其他负债	95649	111596	104110	103810	193915
营业外收入与支出	49	46	8	8	9	权益总额	40835	45355	58661	62363	67106
利润总额	6156	7663	4645	5699	7375	归属于母公司所有者权益	37739	41189	53273	56634	60943
所得税	-1572	-1808	-929	-1140	-1475	少数股东权益	3097	4166	5388	5728	6164
净利润	4584	5855	3716	4559	5900						
归母净利润	4003	4743	3245	3982	5153						
少数股东损益	485	1073	471	577	747						
综合收益	4346	5729	3345	4082	5254						
归属母公司股东综合收益	3861	4656	2874	3504	4506						
少数股东综合收益	485	1073	471	577	747						

主要财务比率

至12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	23.4%	7.9%	-20.6%	13.5%	17.1%
归属母公司净利润增长	127.1%	18.5%	-31.6%	22.7%	29.4%
获利能力					
净利率	26%	31%	25%	27%	29%
ROA	2.5%	2.7%	1.6%	1.8%	1.6%
ROE	9.8%	10.5%	5.5%	6.4%	7.7%
资产与杠杆					
总资产YoY	6.1%	20.1%	7.7%	6.9%	43.9%
杠杆(A/E)	4.43	4.79	3.99	4.02	5.37
杠杆(除客户保证金)	3.34	3.46	2.77	2.66	3.89
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.71	0.38	0.46	0.60
每股净资产	5.64	6.15	6.17	6.56	7.06
估值比率					
P/E	35.61	19.86	16.45	13.40	10.36
P/B	1.42	1.62	1.00	0.94	0.88

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。

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。

刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

严 漪 澜：研究员，中山大学金融学硕士，2022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	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。