

当前如何理解港交所的 β 与 α ?

首席分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

证券分析师：葛玉翔

执业证书编号：S0600522040002

联系邮箱：geyx@dwzq.com.cn

证券分析师：武欣姝

执业证书编号：S0600122050019

联系邮箱：wuxs@dwzq.com.cn

研究助理：罗宇康

执业证书编号：S0600123090002

联系邮箱：luoyk@dwzq.com.cn

二零二四年六月十二日

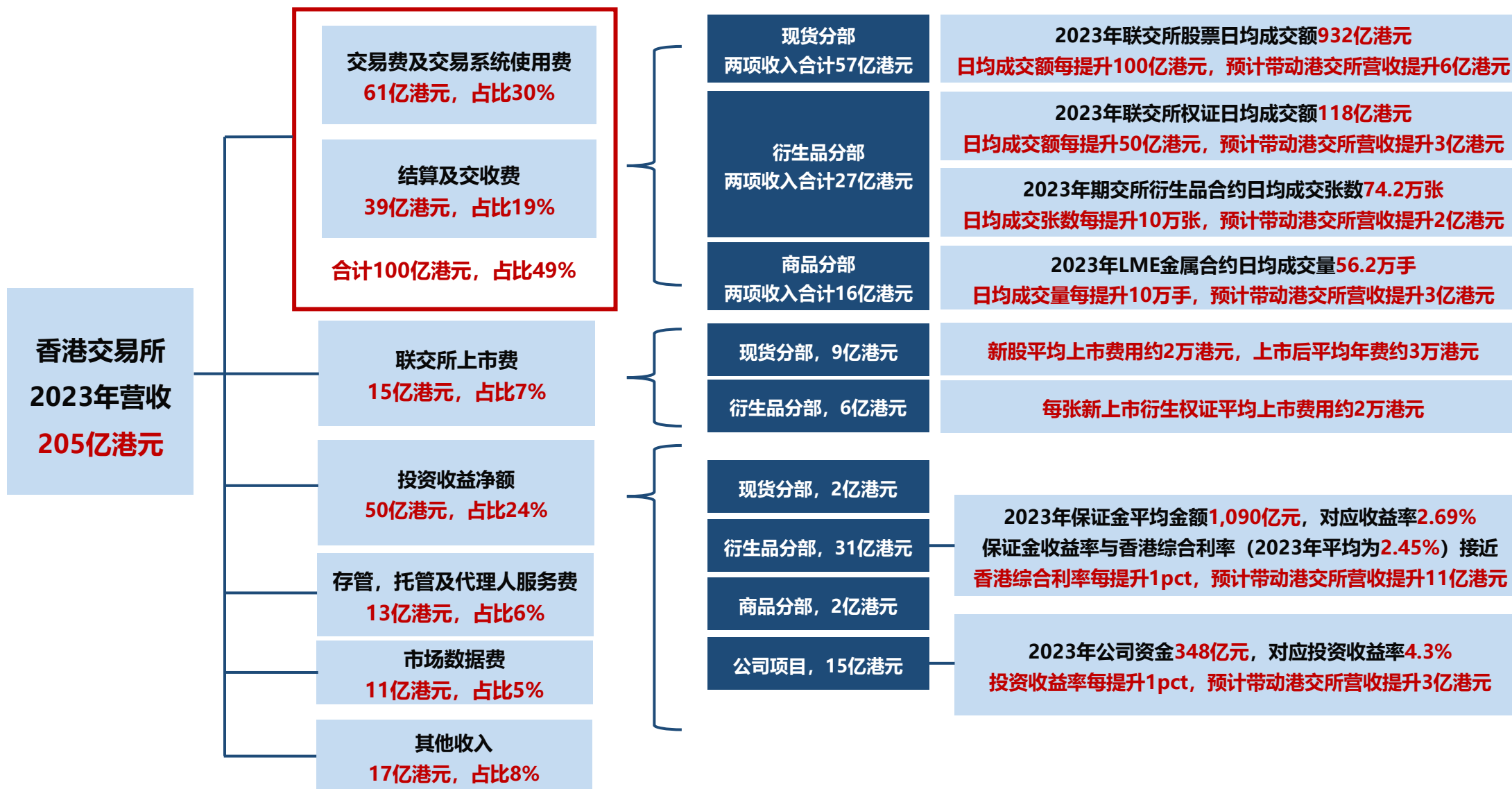
- **港交所收入拆解：股票成交额为核心驱动，投资收益平滑波动。** 1) **收入结构：交易与结算收入为压舱石，投资收益贡献弹性。** 从港交所2023年利润表中的各项收入科目来看，与市场成交额直接相关的交易费及交易系统使用费、结算及交收费合计占营收比重达到49%，构成盈利的重要基础。投资收益占营收比重为24%，2023年同比增长266%，是公司业绩弹性的主要来源， 2) **交易及结算：合计占比超五成，股票现货交易额系决定性因素。** 考虑到联交所衍生品交易情绪也一定程度依附于现货交易情绪，股票现货交易对于港交所交易及结算业务收入的实际贡献预计达到7-8成。 3) **投资收益：与利率高度关联，与交易主业互为对冲。** 港交所的投资收益率与市场利率水平高度吻合，因此投资收益能够对冲利率对于交易主业的压制，平滑盈利的周期风险。2023年港交所投资收益同比增长266%至49.59亿港元，支撑公司归母净利润逆势增长18%。 4) **联交所上市费：增速相对平缓，受成交额正向影响。** 联交所上市费中，现货上市费波动幅度较小，衍生品上市费由于产品特点原因与现货市场交投情绪高度相关。 5) **市场数据费：提升空间广阔，或成为远期增长引擎。** 2023年纳斯达克/伦交所/港交所数据服务相关收入占比分别为29%/66%/5%，港交所市场数据费收入规模仍具备较大的增长空间。 6) **敏感性分析：ADT提升100亿港元，归母净利润预计提升12亿港元。** 假设2024E联交所日均成交额由1000亿港元提升至1250亿港元，将推动港交所2024E归母净利润提升9.8%。
- **如何理解β：资金面显著改善，交投情绪或继续升温。** 1) **年初以来港股大幅上涨，但估值仍有望提升。** 截至2024年6月4日，2024年2月以来恒生指数/恒生科技指数涨幅分别达到18.49%/23.82%，在全球主要股指中相对领先，但2014年以来估值分位数分别为36.37%/16.47%，仍具有一定的安全边际。 2) **南向资金大幅流入，构成做多情绪重要支撑。** 港股相较于A股折价比例愈发显著，叠加资本市场对港合作政策推波助澜，驱动南向资金2024年2-5月大幅净买入。 3) **国际中介持仓触底反弹，外资流入预计温和复苏。** 观察国际中介持股情况，其持股市值自2024年2月以来显著反弹，5月持股比例突增，预计5月后外资与南向资金集体做多。 4) **外部环境优化叠加政策利好预期，港股前景依旧向好。** 2024年4月美国通胀有所缓和，再度提振了市场对于降息的预期。此外市场对于调降港股通股息税讨论颇多，若政策最终落地，南向交易情绪亦或有所提升，港股行情仍有望延续。
- **如何理解α：优质标的扩容是成交额中枢抬升的暗涌。** 1) **从上市公司质量及换手率两大角度考虑成交额中枢上移可能性。** 我们对于市场成交额做如下拆分： $成交额 \approx \text{上市公司利润总和} * \text{上市公司利润总和增速} * 100 * \text{换手率}$ 。关于港交所成交额中枢会否上移，可主要从上市公司质量及市场换手率两大角度进行考虑。 2) **优质投资标的扩容是成交额中枢再上台阶的必要条件。** 我们通过复盘港交所历史盈利情况发现，优质公司的集中上市是成交额再上台阶的必要条件，港交所的后续的新增优质标的供给预计主要来源于内地以及中东、东南亚等新兴市场。 3) **港股换手率长期偏低，流动性改善仍具备空间。** 港股换手率长期偏低，预计系市场以机构投资者为主导，换仓需求较低。伴随港府调降股票交易印花税，港交所后续仍可通过调降港股通投资门槛、适当引入做市商等措施进一步改善流动性。
- **投资建议：政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所α与β同步优化，进一步兑现发展前景。** 预计港交所2024-2026年归母净利润分别为123.83/135.58/144.86亿港元，对应增速分别为4.39% / 9.49% / 6.84%，当前市值对应PE估值分别为27.75x / 25.34x / 23.72x，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 政策落地节奏及效果不及预期。 2) 权益市场大幅波动。 3) 行业竞争加剧。



- 1、港交所收入拆解：股票成交额为核心驱动，投资收益平滑波动
- 2、如何理解 β ：资金面显著改善，交投情绪或继续升温
- 3、如何理解 α ：优质标的扩容是成交额中枢抬升的暗涌
- 4、投资建议
- 5、风险提示

一、港交所收入拆解：股票成交额为核心驱动，投资收益平滑波动

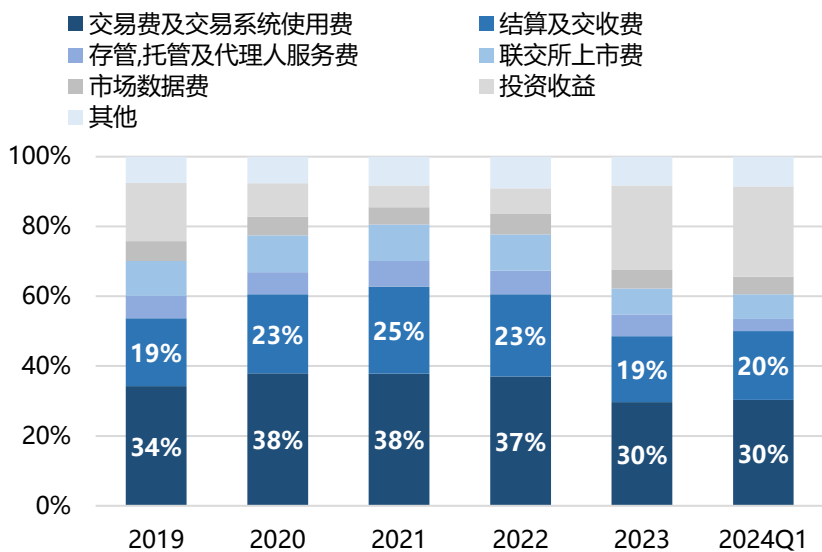
1.1. 收入结构：交易与结算收入为压舱石，投资收益贡献弹性



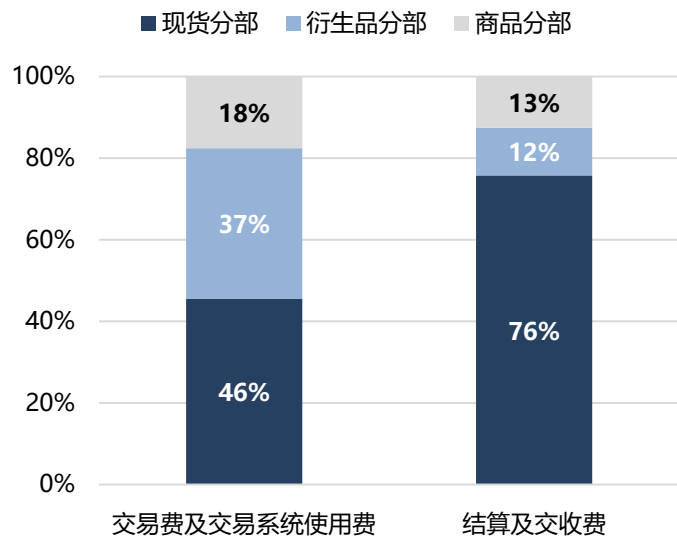
1.2. 交易及结算：合计占比约五成，现货交易系决定性因素

- **港交所交易及结算业务收入合计占比过半，现货交易为最重要基础。**对于香港交易所而言，交易费及交易系统使用费、结算及交收费是其牢固的盈利基础，二者合计营收占比基本保持在50%-60%区间。而对于交易及结算业务收入而言，股票现货交易额是决定性因素。2023年港交所现货分部对于港交所交易费及交易系统使用费/结算及交收费的贡献分别达到46%/76%，且考虑到联交所衍生品交易情绪一定程度依附于现货交易，股票现货交易对于港交所交易及结算业务收入的实际贡献预计达到7-8成。

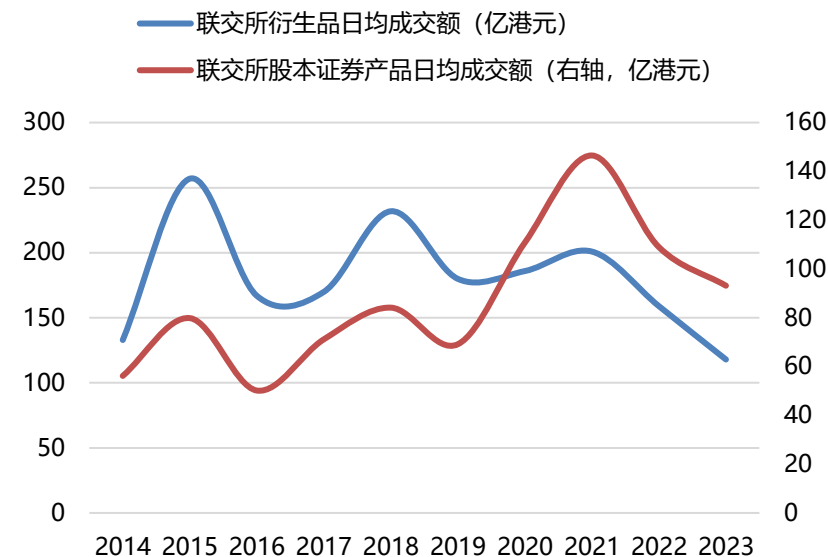
图表：2019-2024Q1港交所收入结构



图表：2023年港交所交易及结算收入 各业务分部占比



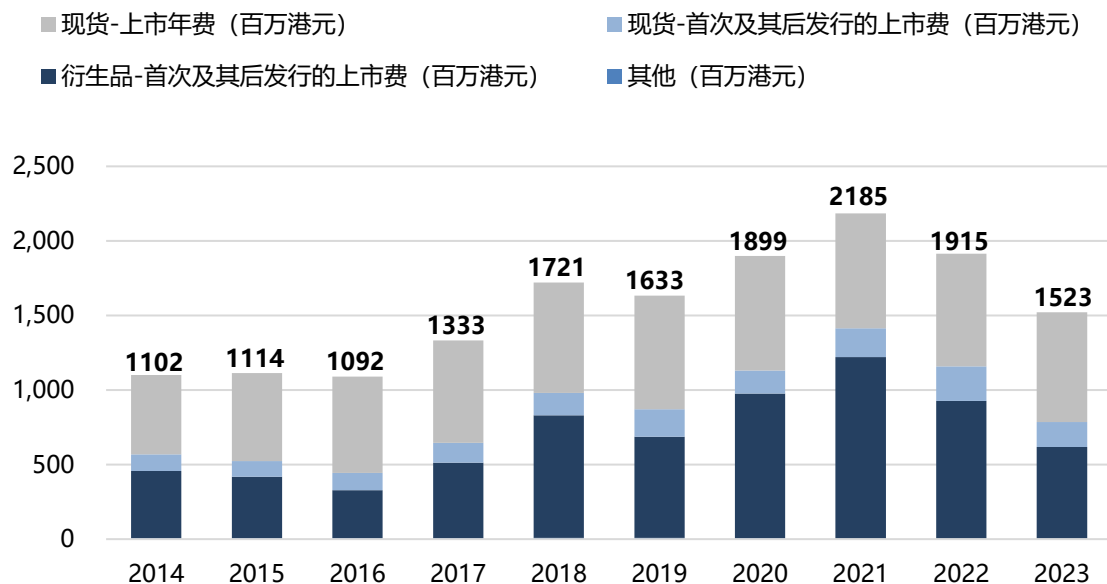
图表：2014-2023年联交所股票及衍生品成交额情况



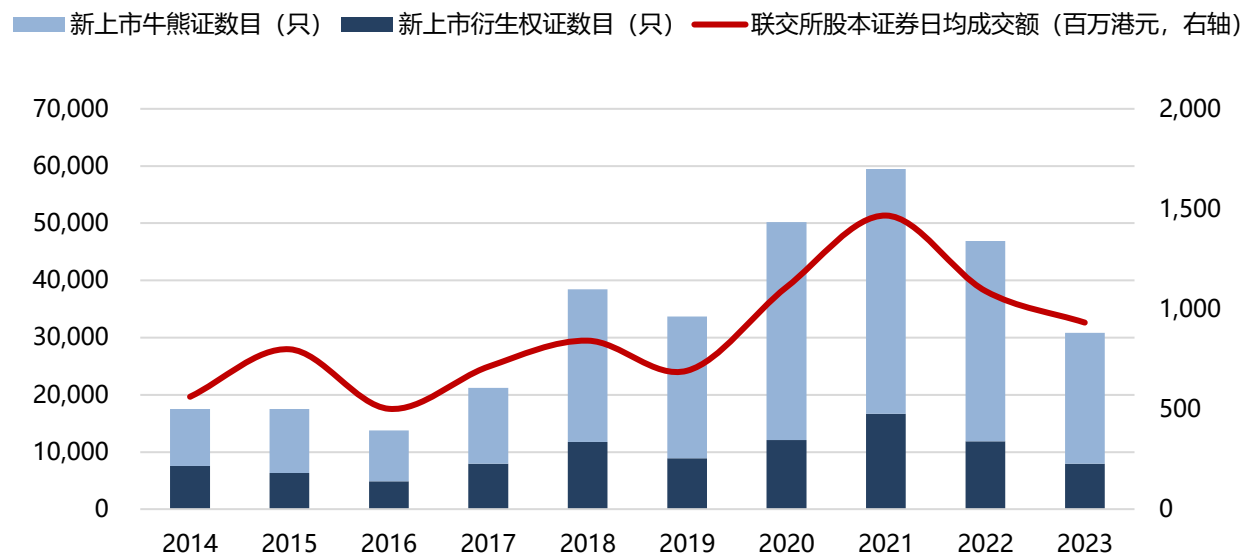
1.3. 上市费：增速相对平缓，与股票成交额亦正向挂钩

- **联交所上市费增速相对平缓，一定程度上仍受到成交额正向影响。** 1) **现货上市费波动幅度较小。** 现货分部上市费主要由上市年费与首次及其后发行的上市费构成，前者主要取决于上市公司存量，后者主要取决于上市公司增量，2023年二者占现货分部上市费比重分别为81%/11%。由于上市公司存量的连续年度差异有限，现货分部上市费较港交所整体业绩而言增速相对平缓。 2) **衍生品上市费亦与成交额挂钩。** 衍生品分部上市费仅包括牛熊证、衍生权证的上市费用。由于上述产品由股票现货派生而来，其发行情况与现货市场交投情绪亦高度相关。

图表：2014-2023年联交所上市费变化情况



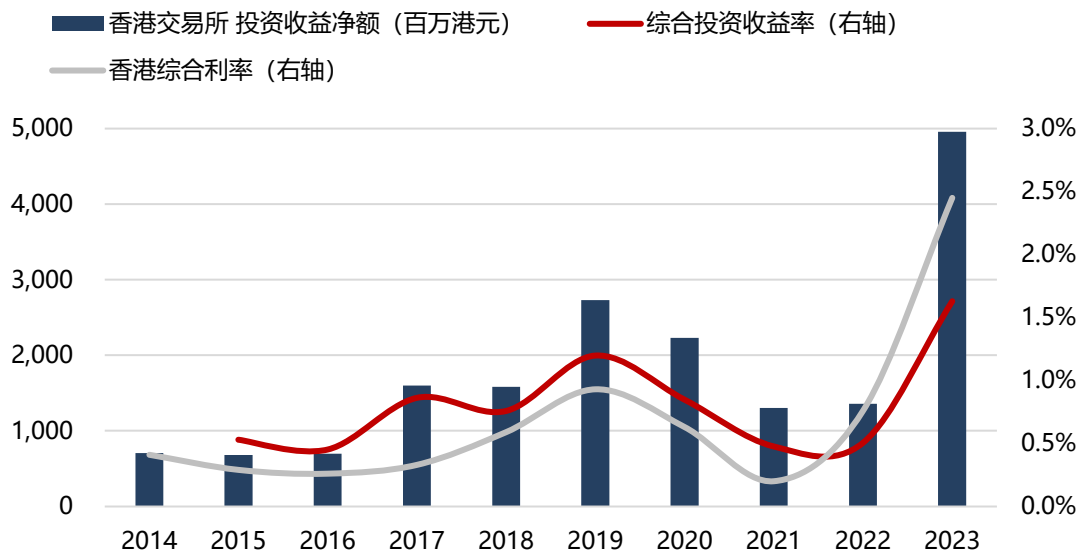
图表：联交所新上市衍生品数量与现货成交额正相关



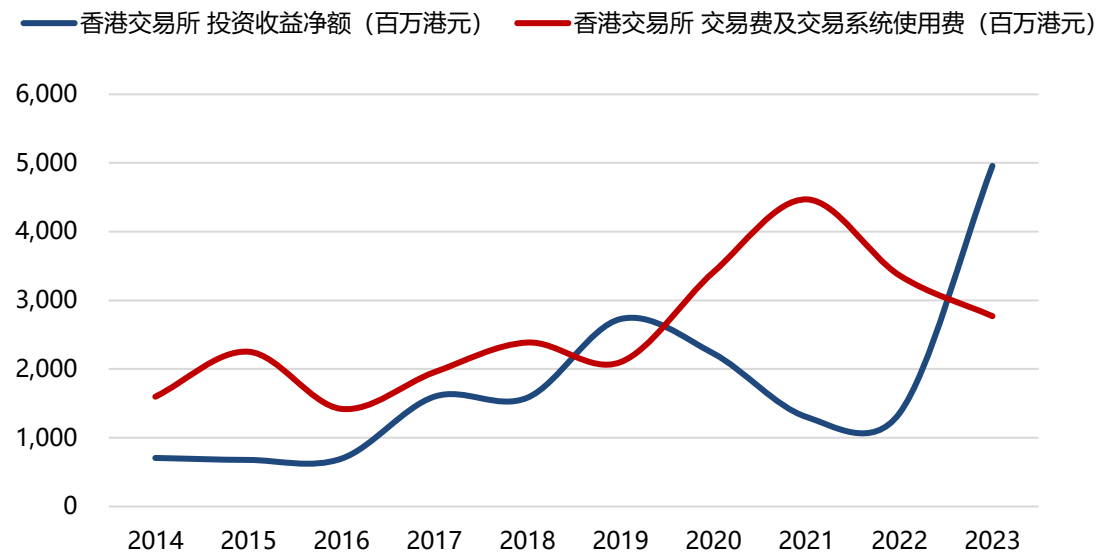
1.4. 投资收益：与利率高度关联，与交易主业互为对冲

- 港交所投资收益与利率走势高度正相关，面对周期风险能够成为业绩平滑剂。** 出于客户保证金及自有资金的安全稳健运作需要，港交所投资收益主要来源于现金及银行存款（2023年现金及银行存款占港交所投资收益比重达到为89%），其投资收益率变化情况亦同市场利率水平高度吻合。在股市行情及交投情绪受到利率压制，交易相关主业表现不佳的情况下，投资收益能够对冲部分负面影响，平滑盈利的周期风险。2023年，得益于全球高息环境，港交所投资收益同比增长266%至49.59亿港元，支撑公司归母净利润逆势增长18%。

图表：港交所投资表现与香港综合利率高度吻合



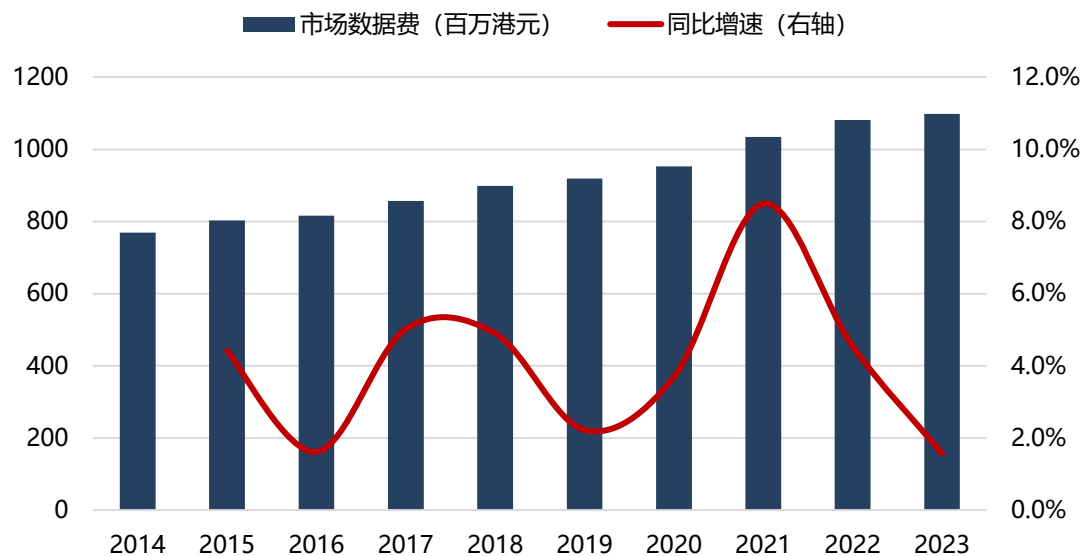
图表：港交所投资收益与交易费呈反向变动关系



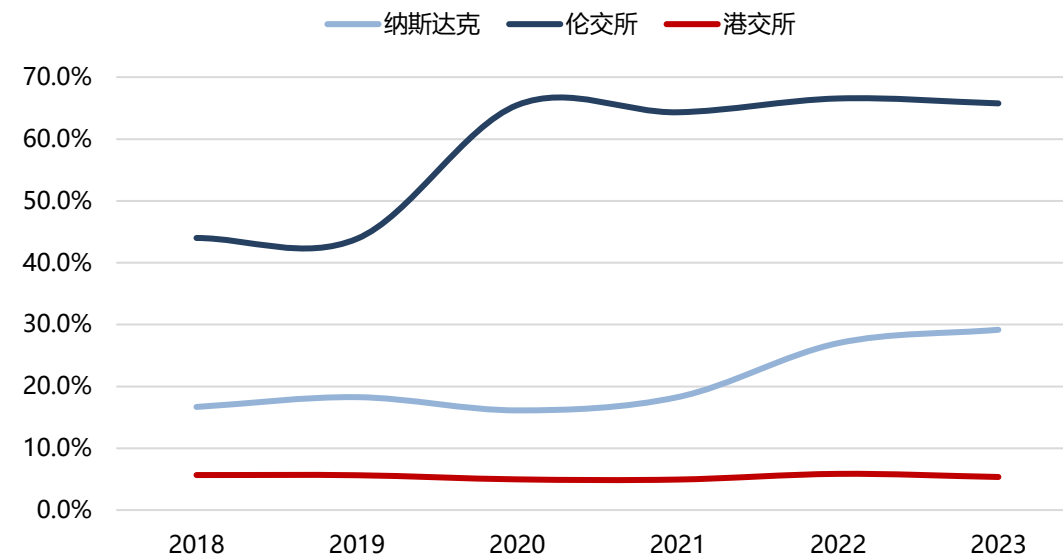
1.5. 市场数据费：提升空间广阔，或成为远期增长引擎

- **对标海外头部交易所，港交所市场数据费增长空间广阔。**2023年港交所实现市场数据费11亿港元，同比增长2%，2014-2023年复合增速为4%。横向对标海外头部交易所，2023年纳斯达克/伦交所/港交所数据服务相关收入占比分别为29%/66%/5%，港交所仍需进一步挖掘市场数据资源，在扩充盈利规模、平滑业绩波动的同时，也能够一定程度上吸引投资者，与交易主业相互促进。

图表：2014-2023年港交所市场数据费变化情况



图表：2018-2023年部分交易所数据服务相关收入占比情况



1.6. 敏感性分析：ADT提升100亿港元，归母净利润预计提升12亿港元

- 我们针对联交所日均成交额这一指标对港交所2024E归母净利润进行敏感性分析，假设保持当前交易费率不变，若联交所日均成交额由1000亿港元提升至1250亿港元，将推动港交所2024E归母净利润提升9.8%。联交所日均成交额每提升100亿港元，预计带动港交所归母净利润提升12亿港元。

图表：联交所日均成交额及交易费率对于港交所2024E归母净利润的敏感性分析

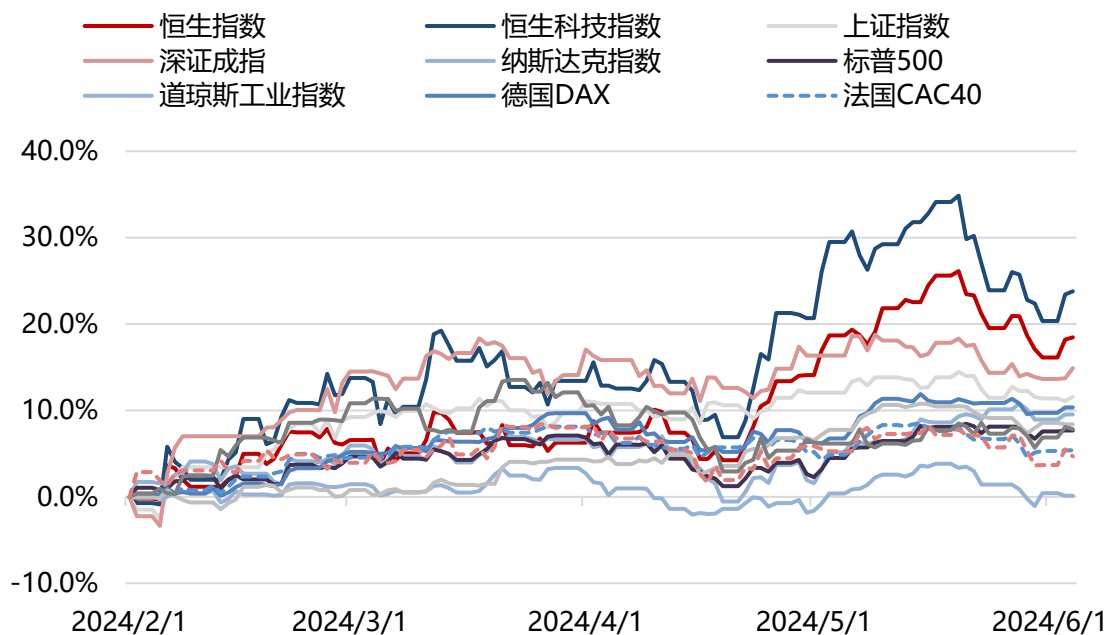
联交所日均成交额（亿港元）		500	750	1,000	1,250	1,500	1,750	2,000
交易费率	0.004%	95.36	105.95	116.55	127.15	137.74	148.34	158.93
	0.005%	97.51	109.01	120.50	132.00	143.49	154.99	166.49
	0.00565%	98.91	110.99	123.07	135.15	147.23	159.31	171.39
	0.006%	99.66	112.06	124.45	136.85	149.25	161.64	174.04
	0.007%	101.81	115.11	128.41	141.70	155.00	168.29	181.59

二、如何理解 β ：港股资金面显著改善，交投情绪或继续升温

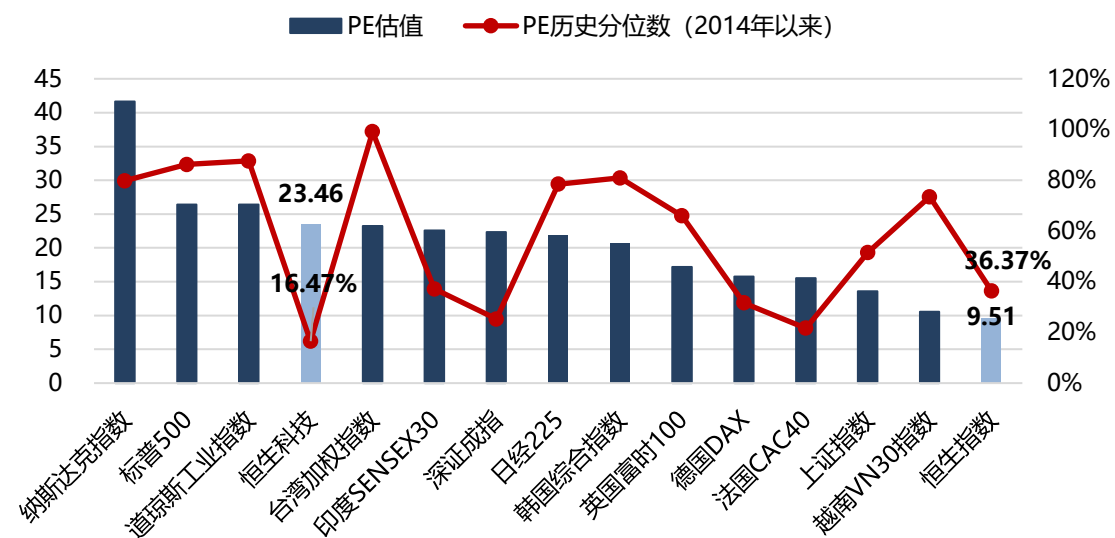
2.1. 年初以来港股大幅上涨，但估值仍有望提升

- **2月以来港股涨幅在全球范围内领先，但是估值仍具备提升空间。** 2024年2月以来，得益于资金面及政策面的双重推动，港股市场表现亮眼。截至2024年6月4日，恒生指数/恒生科技指数自2024年2月以来涨幅分别达到18.49%/23.82%，在全球主要股指中相对领先。5月中旬后港股经历回调，目前估值仍具有一定的安全边际。截至2024年6月4日，恒生指数/恒生科技指数PE估值分别为9.51x/23.46x，2014年以来历史分位数分别为36.37%/16.47%。

图表：2024年2月以来全球主要股指走势



图表：全球主要股指PE估值及历史分位数（2014年以来）



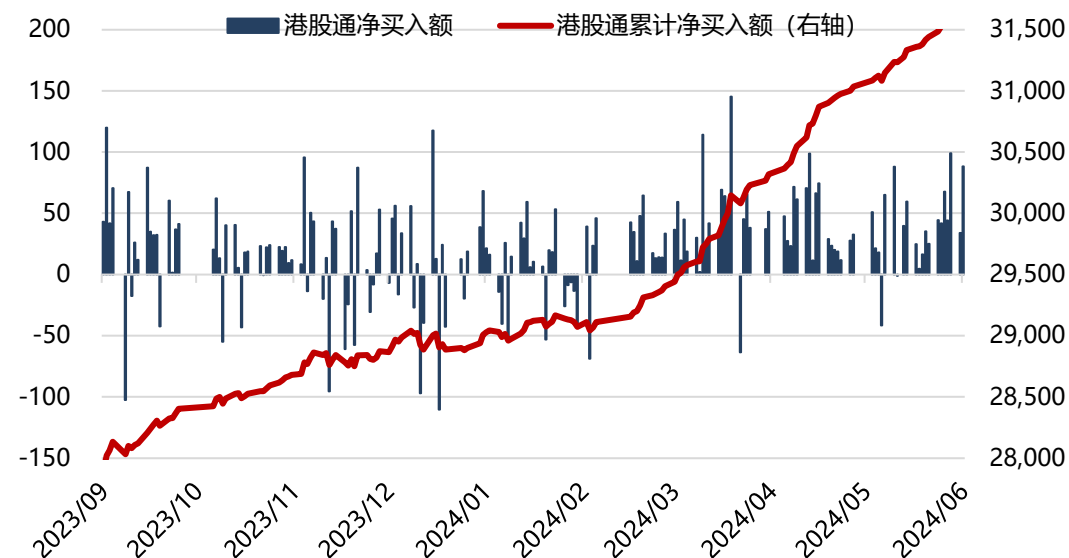
2.2. 南向资金大幅流入，构成做多情绪重要支撑

- **南向资金大幅流入，构成做多情绪重要支撑。**年初以来港股市场对于南向资金的吸引力逐步提升。一方面，港股相较于A股折价比例愈发显著，恒生AH股溢价指数收盘价于2024年2月9日达到阶段高点；另一方面，4月证监会发布对港合作五项措施，对于南向资金投资情绪也起到了推波助澜的效果。自2024年2月起，港股通累计净买入额增长斜率显著提升，其中2/3/4月港股通净买入额分别为245/859/804亿港元，较上年同期分别增长198%/28%/157%/213%。

图表：恒生护港深通AH股溢价指数走势



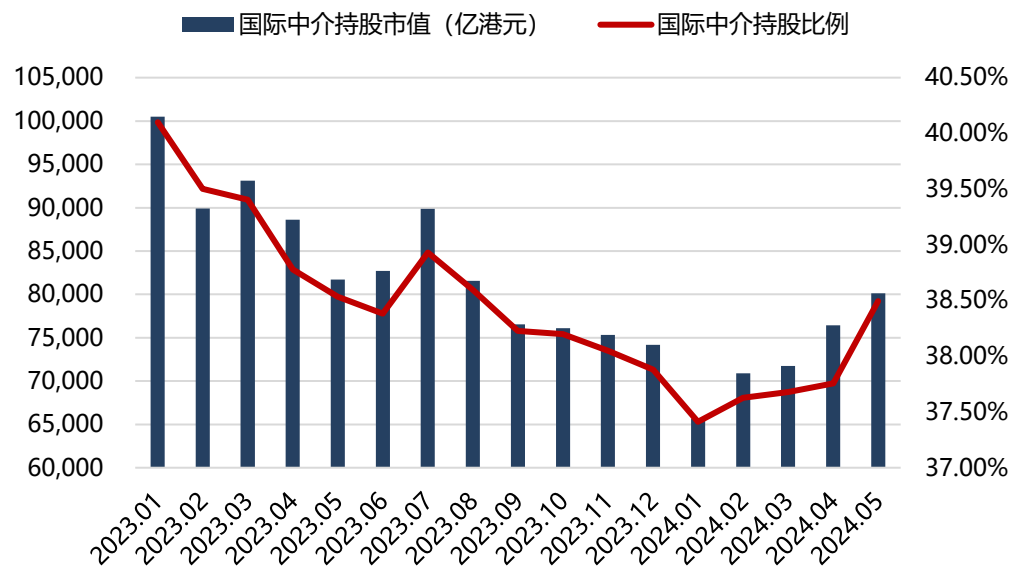
图表：2023.09-2024.06 港股通交易统计 (亿港元)



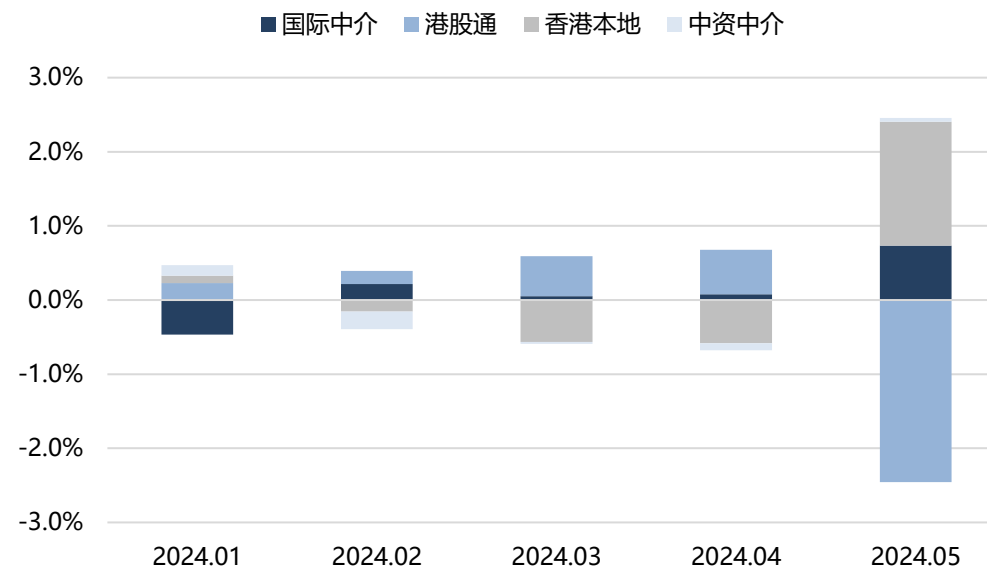
2.3. 国际中介持仓触底反弹，外资流入预计逐步复苏

- **国际中介持仓触底反弹，外资流入预计逐步复苏。** 由于外资净流入情况缺乏直观统计口径，我们假定外资主要通过国际中介持有港股，通过国际中介持股市值波动情况来判断外资交易行为。自2024年1月触底以来，国际中介持股市值逐月小幅回升，至2024年5月31日达到8.01万亿港元，较2024年1月低点增长22%。另外从持股比例变动情况来看，2024年5月国际中介持股比例环比增加0.74pct，环比增幅较3月、4月大幅提升（3月、4月环比增幅分别为0.05pct/0.08pct），预计5月以来外资与南向资金共同形成了港股上涨的驱动力。

图表：2023.01-2024.05港股市场国际中介持股市值及持股比例情况



图表：2024.01-2024.05港股市场各类型中介持股比例月度变动情况



2.4. 外部环境优化叠加政策利好预期，港股前景依旧向好

- 外部环境优化叠加政策利好预期，港股前景依旧向好。** 2024年4月美国核心CPI同比增长3.6%，前值为3.8%，跌至2021年4月以来的最低点，表明通胀有所缓和，再度提振了市场对于美联储9月降息的预期（芝商所Fedwatch工具显示，美联储9月降息概率为68.2%）。此外，调降港股通股息税预期渐高，若政策最终落地，南向交易通道将进一步拓宽，南向交易情绪亦或有所提升。基于上述情况，港股行情仍有望延续。

图表：CME预测美联储9月降息概率超六成

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	58.0%	31.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	28.4%	48.0%	19.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	21.2%	42.3%	27.9%	5.8%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.5%	12.6%	32.4%	34.7%	16.2%	2.7%
2025/3/19	0.0%	0.8%	7.8%	23.8%	33.7%	24.2%	8.5%	1.2%
2025/4/30	0.3%	3.7%	14.4%	27.9%	29.8%	17.7%	5.5%	0.7%

图表：A股及港股股息税政策安排

A股股息税政策安排				
持股时长	个人及证券投资基金			
1个月以内	20%			
1个月至1年	10%			
1年以上	0%			
港股股息税政策安排				
	内地个人投资者	内地证券投资基金	内地居民企业	境外投资者
H股	20%	20%	20%	10%
红筹股	28%	28%	28%	0%
本地港股	20%	20%	20%	0%

三、如何理解 α ：优质标的扩容是成交额中枢抬升的暗涌

3.1. 从上市公司质量及换手率两大角度考虑成交额中枢上移可能性

➤ 我们对港股市场成交额进行进一步拆分：**成交额 = 上市公司总市值 * 换手率 = 上市公司利润总和 * 上市公司整体PE估值 * 换手率 ≈ 上市公司利润总和 * 上市公司利润总和增速 * 100 * 换手率**。其中，利润总和及增速取决于上市公司质量（体量、盈利能力及成长性），换手率则取决于市场成熟度、投资者结构等多种因素。从上述等式分析，我们认为，香港交易所盈利中枢能否跃升一个台阶，决定因素在于：

①**上市公司角度**：存量上市公司体量及盈利能力为慢变量，因此**成交额中枢能否跃升取决于后续是否有大批增量优质公司集中上市。**

②**交易行为角度**：港股市场成熟度和国际化程度较高，交易及持仓以机构资金为主导，换手率长期处于低位。**在港府调降股票交易印花税背景下，后续若推动互联互通机制建设、适当引入做市商制度，则港股流动性仍具备较大优化空间。**

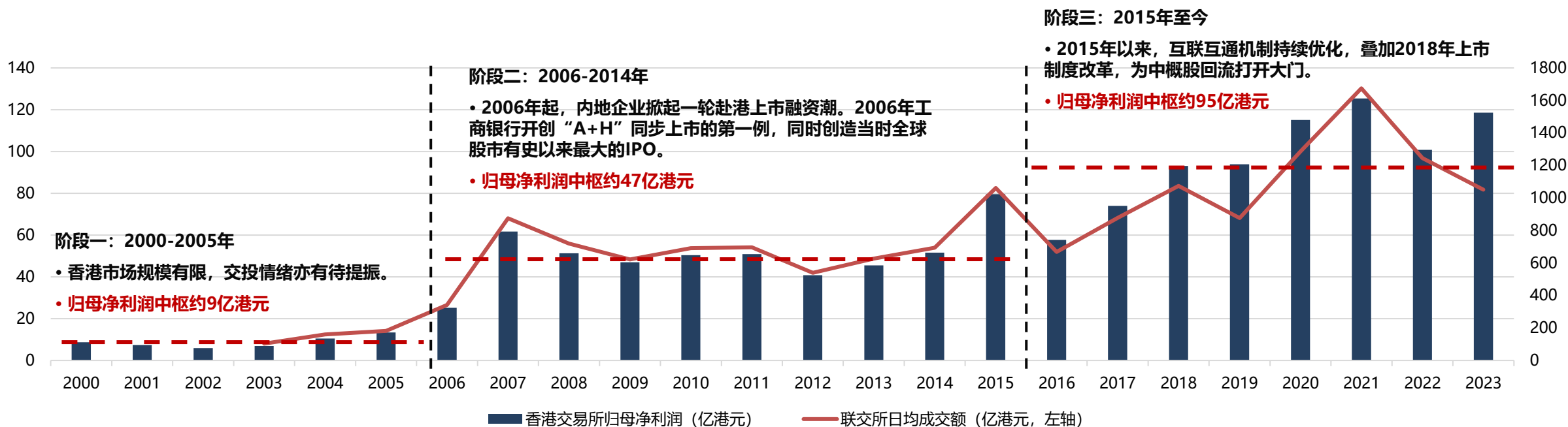
图表：港交所股票成交额影响因素拆解



3.2. 优质投资标的扩容是成交额中枢再上台阶的必要条件

- **复盘港交所发展历程，每一次盈利中枢的抬升势必伴随着优质投资标的的集中扩容。** 港交所盈利规模与股票现货成交额高度正相关，若进一步剖析成交额增长驱动力，我们认为优质投资标的扩容的意义不容忽视。
- 1) 2006年新一轮内地企业赴港上市潮，驱动盈利中枢第一次抬升。** 2006年以大型银行为代表的内地企业掀起一轮赴港上市融资潮，全年内地企业在香港证券市场IPO募资额达2946亿港元，占当年港股IPO总额的88%。自此港股市场深度大幅改善，上市公司结构亦获得优化。
- 2) 2015年起互联互通机制不断优化，叠加中概股回流机遇，驱动盈利中枢第二次抬升。** 自2014年末沪港通开通，两地资本市场互联互通持续深化，港股市场对于投资者以及企业融资吸引力不断提升。2019年大批中概股在中美博弈趋烈情况下回港上市，对提升港股的交易量、流动性带来了积极影响。

图表：2000年至今香港交易所盈利情况变迁



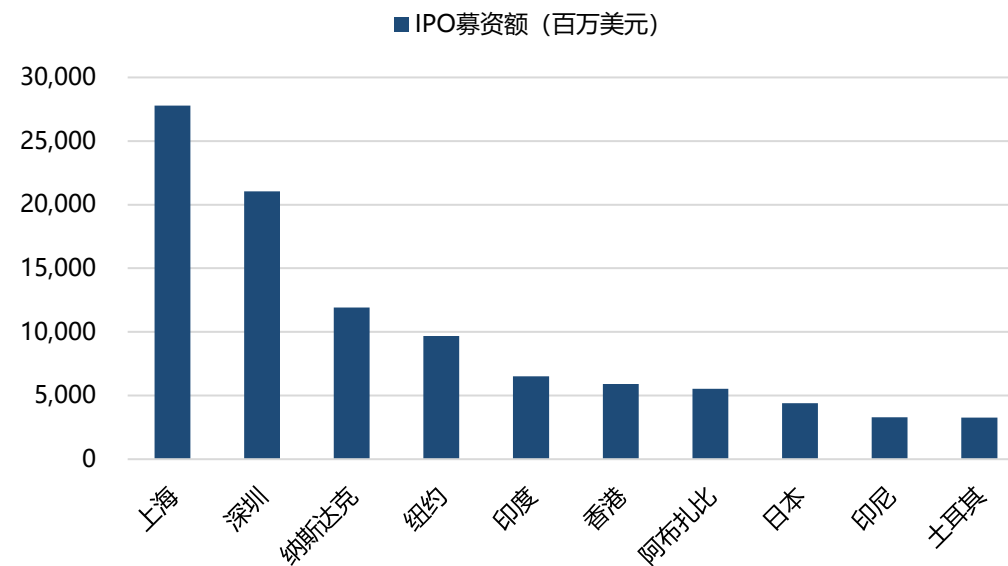
3.2. 优质投资标的扩容是成交额中枢再上台阶的必要条件

- **关于港交所的下一轮优质投资标的扩容，仍需从其自身“超级连接器”的定位上寻找线索。**
- 1) 与内地资本市场互联互通：**2024年4月19日，证监会宣布将采取5项措施来进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，其中即包括支持内地行业龙头企业赴香港上市。叠加宁德时代等大型企业赴港融资预期渐进，预计港股IPO市场有望焕发新活力。
- 2) 与新兴资本市场互联互通：**伴随中东及东南亚国家推动经济增长及产业多元化的需求愈发迫切，其企业融资需求快速增长。2023年，阿布扎比交易所与印尼交易所IPO募资额双双跻身全球前十。近年来港交所与中东及东南亚新兴市场联系愈发紧密，后续有望凭借自身独特地位成为新兴国家公司集资枢纽。

图表：证监会发布5项资本市场对港合作措施

措施	具体内容
(一) 放宽沪深港通下股票ETF合格产品范围	拟适度放宽合格股票ETF的平均资产管理规模要求，降低南向港股通ETF产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通ETF产品做对等调整，支持香港国际资产管理中心建设。
(二) 将REITs纳入沪深港通	拟总体参照两地股票和ETF互联互通制度安排，将内地和香港合格的REITs纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。
(三) 支持人民币股票交易柜台纳入港股通	内地与香港交易所和结算公司已就相关业务方案初步达成共识，下一步双方将继续推进业务方案完善、规则修订、技术改造、投资者教育等各项准备工作，争取早日推出，助力人民币国际化。
(四) 优化基金互认安排	拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。
(五) 支持内地行业龙头企业赴香港上市	证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

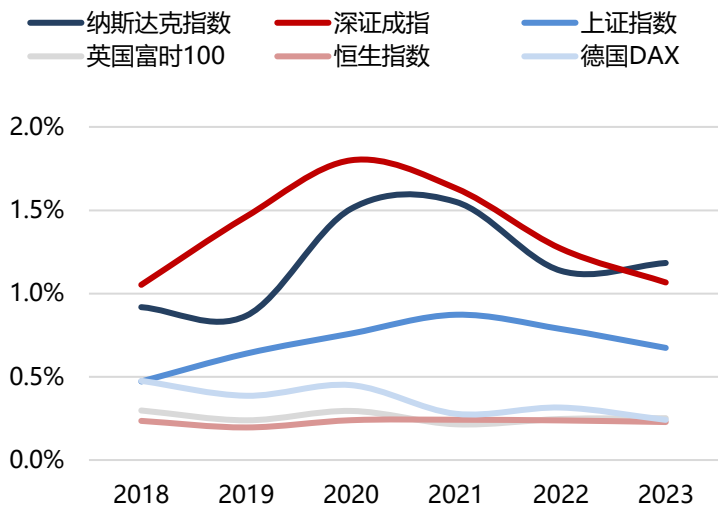
图表：2023年全球主要交易所IPO募资额排名



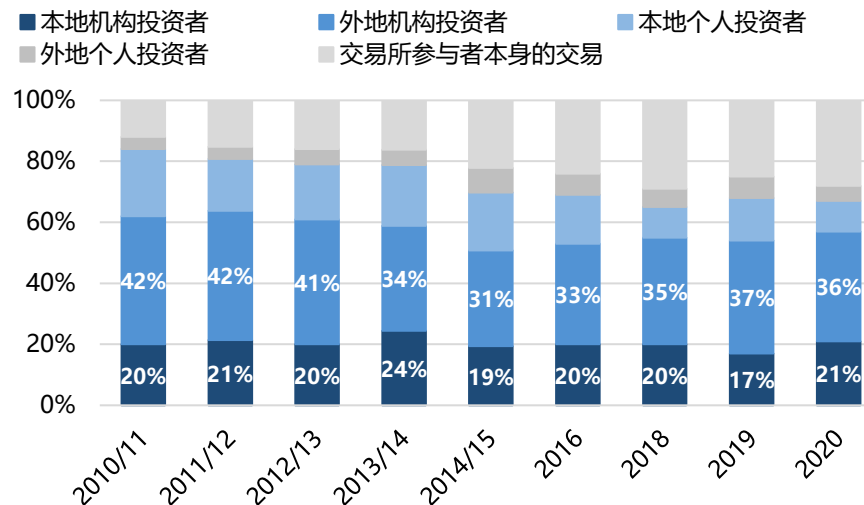
3.3. 港股换手率长期偏低，流动性改善仍具备空间

- **港股换手率长期偏低，预计系市场以机构投资者为主导，换仓需求较低。**观察各交易所代表性宽基指数换手率，恒生指数2018-2023年的日平均换手率均低于0.25%，在全球主要股指中排名靠后，预计系香港市场成熟度较高，交易及持仓以机构投资者为主导，整体换仓需求较低（2020年香港市场个人投资者交易额占比仅为15%，同期A股个人投资者交易额占比高达73%）。
- **港府调降股票交易印花税背景下，港股流动性仍具备较大优化空间。**2023年10月25日，港府宣布将股票印花税税率由现时买卖双方各按交易金额支付0.13%下调至0.1%。伴随交易成本调降，港交所后续仍可通过多项措施减少市场摩擦：①优化互联互通机制，降低港股通投资门槛。当前南向资金交易活跃度显著高于香港本地资金及外资，调降港股通门槛，推动南向资金扩容有望带动港股整体流动性改善。②适当于现货市场引入做市商制度。做市商的引入有望保证交易的即时性与确定性，缩小买卖价差，尤其有助于提升中小市值股票交易活跃度。

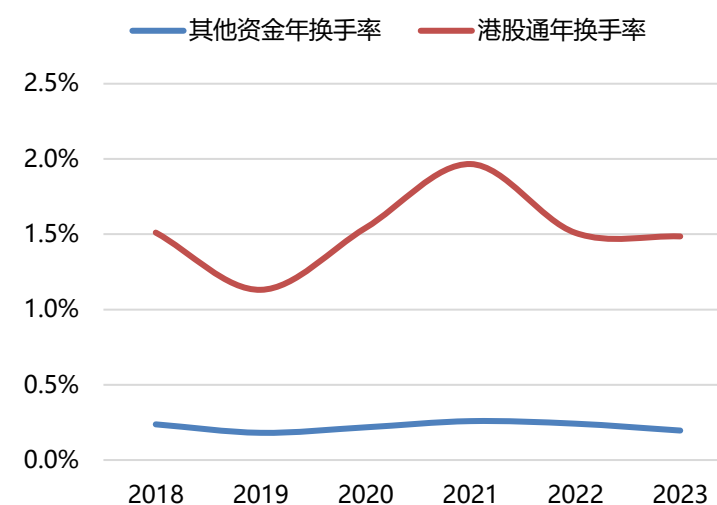
图表：2018-2023年全球主要股指日平均换手率情况



图表：2010-2020年香港市场不同类型投资者交易额占比



图表：2018-2023年南向资金及其他资金换手率对比

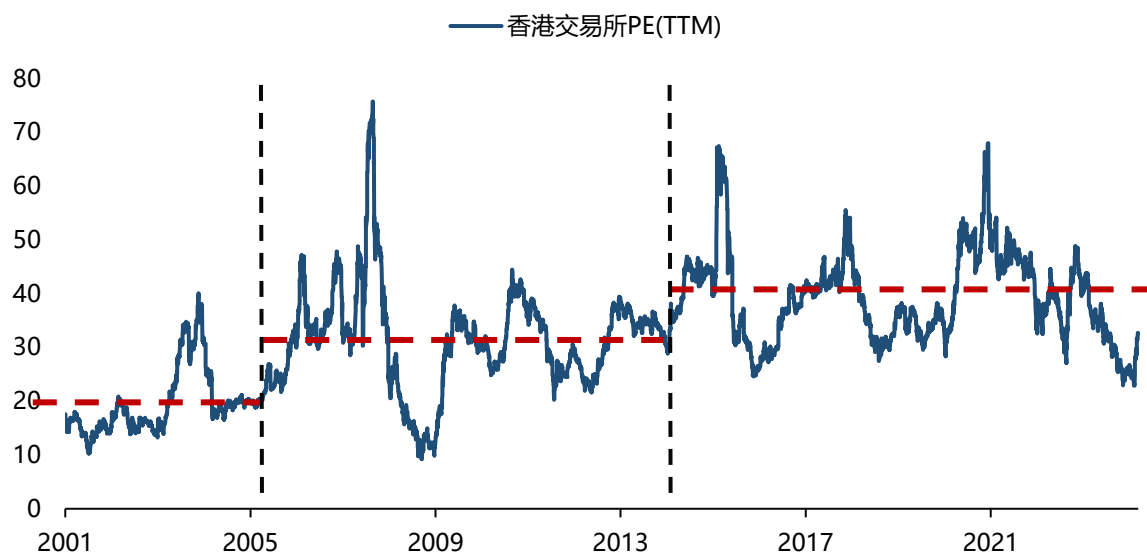


投资建议

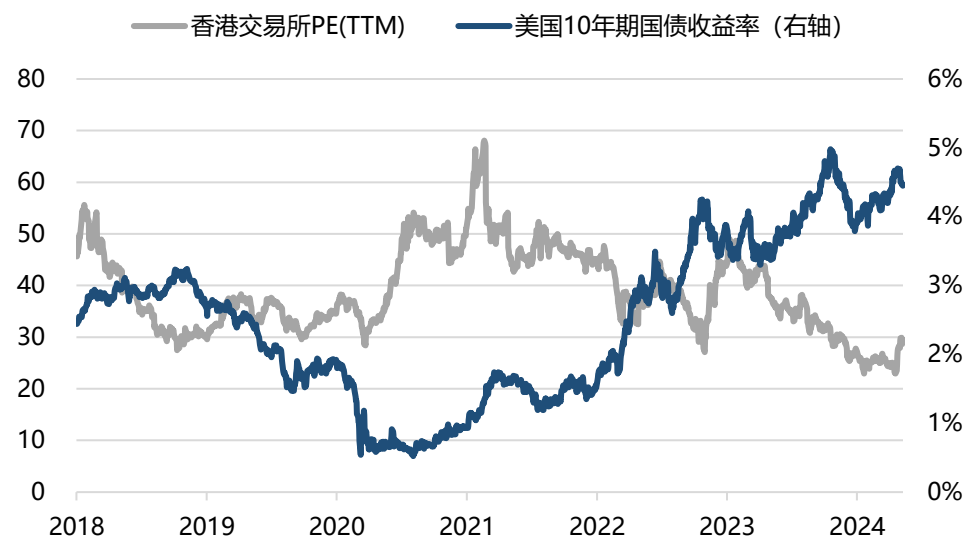
4.1. 港交所估值仍处低位，美债收益率见顶打开估值修复空间

- **成交额跨越式增长对于港交所基本面与估值形成双击，当期估值较之阶段性中枢仍处于低位。**观察港交所估值变化趋势可以发现，成交额的跨越式增长对于港交所的盈利与估值中枢均具有推升作用。2015年至今，港交所阶段性估值中枢约为40x。截至2023年6月4日，香港交易所PE估值30.08x，2015年以来历史估值分位数13.87%，分阶段来看估值仍处于偏低位置。后续伴随互联互通机制进一步深化、与中东及东盟等新兴市场的合作通道进一步打通，预计港交所估值中枢亦有望进一步抬升。
- **美债收益率拐点显现，港交所估值修复空间打开。**香港交易所估值主要以美国长期利率为锚，其PE估值与十年期美债收益率呈现显著的负相关关系。近期伴随美元加息预期渐近，10年期美债收益率出现向下拐点，后续有望带动港交所估值逐步回升。

图表：2001-2024年香港交易所估值中枢亦存在阶段性抬升趋势



图表：2018-2024年香港交易所PE (TTM) 及十年期美债收益率走势对比



4.2. 盈利预测及投资建议

- **政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所 α 与 β 同步优化，进一步兑现发展前景。** 1) **港交所迎来重要政策红利期。** 2023年起，港交所增设人民币柜台、港府调降股票印花税率等改革举措频频落地。2024年4月证监会发布5项资本市场对港合作措施，亦有望进一步改善香港资本市场流动性。2) **交投情绪触底反弹，主业有望迎来周期底部反转。** 2024年3月-5月香港证券市场日均成交额连续突破1100亿港元，交易情绪较年初大幅改善（2024年首两个月港交所日均成交额900亿港元）。伴随交易成本的降低、美元加息周期趋近尾声以及港股盈利的逐步改善，港交所基本面拐点较为清晰。预计港交所2024-2026年归母净利润分别为123.83/135.58 /144.86亿港元，对应增速分别为4.39% / 9.49% / 6.84%，当前市值对应PE估值分别为27.75x /25.34x /23.72x，维持“买入”评级。

图表：香港交易所盈利预测

单位：百万港元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,950	18,456	20,516	22,007	23,747	25,073
交易费及交易系统使用费	7,931	6,837	6,081	7,114	7,735	8,329
联交所上市费	2,185	1,915	1,523	1,648	1,849	2,012
结算及交收费	5,214	4,335	3,885	4,307	4,739	4,918
存管,托管及代理人服务费	1,543	1,260	1,276	1,336	1,563	1,575
市场数据费	1,034	1,081	1,098	1,155	289	306
其他收入-经营	1,564	1,506	1,582	1,876	2,986	3,381
主营业务收入	19,471	16,934	15,445	17,436	19,160	20,522
投资收益净额	1,304	1,356	4,959	4,314	4,325	4,282
营业支出	-4,529	-5,095	-5,441	-5,869	-6,175	-6,365
归属于母公司股东净利润	12,535	10,078	11,862	12,383	13,558	14,486
归属于母公司股东净资产	49,626	49,728	51,344	53,422	55,611	57,376
营业收入增速	9.17%	-11.90%	11.16%	7.27%	7.91%	5.58%
归属于母公司股东净利润增速	8.95%	-19.60%	17.70%	4.39%	9.49%	6.84%
归属于母公司股东净资产增速	1.45%	0.21%	3.25%	4.05%	4.10%	3.17%
ROE	25.44%	20.29%	23.47%	23.64%	24.87%	25.64%
EPS (港元)	9.89	7.95	9.36	9.77	10.69	11.43
BVPS (港元)	39.14	39.22	40.50	42.14	43.86	45.26
P/E (H)	27.41	34.09	28.97	27.75	25.34	23.72
P/B (H)	6.92	6.91	6.69	6.43	6.18	5.99

风险提示

- **1) 政策落地节奏及效果不及预期。**若后续香港资本市场政策出台节奏及落地效果不佳，将对于投资者预期产生负面影响。
- **2) 权益市场大幅波动。**若香港权益市场大幅波动，将直接影响投资者交易情绪及企业上市发行意愿，从而对公司基本面及估值造成冲击。
- **3) 行业竞争加剧。**港交所在争取一些互联网、科技类公司IPO时，需要面临来自内地交易所及欧美发达市场的激烈竞争，若竞争不力则可能导致盈利不及预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园