

中国银河(601881.SH/06881.HK)

固收投资高增，零售业务回暖

核心观点：

- **盈利稳健增长，杠杆略有下滑。**公司发布 2024 年年报，营业收入 354.71 亿元，同比+5.4%；归母净利润人民币 100.31 亿元，同比+27.3%。分季度归母净利润 Q1/Q2/Q3/Q4 同比分别为 -27.5%/+2.5%/+54.8%/+140.5%，2024 年加权 ROE 为 8.3%，同比增加 0.78pct。银河国际 2024 年归母净利润 3.28 亿元，同比+15%。银河海外 2024 年完成品牌重塑并巩固在东南亚核心市场的领先地位。
- **轻资产韧性凸显，结构持续优化。**2024 年（1）经纪业务收入 62 亿元，同比+13%；其中收入端，代理买卖证券业务收入同比+18.8%，交易席位佣金收入同比-55%，代销金融产品收入同比-30%。持续夯实零售客群基础，巩固交易服务优势，2024 年末公司客户总数超过 1730 万户，托管证券总市值人民币 5.09 万亿元；注册投资顾问 4056 人，同比增长 6.8%。（2）资管收入 4.85 亿元，同比+6%，受托管理规模 852 亿元，同比-10%，结构进一步优化。（3）投行业务收入 6.06 亿元，同比+10%，债券承销规模大幅提升。
- **固收带动重资产业务显著回暖。**2024 年（1）自营投资收益 109 亿元，同比+45%，不断优化固定收益持仓结构，积极打造 **FICC** 量化交易体系，有效提升量化策略的广度和深度。金融投资资产同比+8%，主要是固收增长，股票占比下降至 7.7%。（2）融资融券利息收入 52.21 亿元，同比-9%；买入返售利息收入 10 亿元，同比-1%。
- **盈利预测与投资建议。**公司盈利稳健、发力零售及机构两端的客群优化，国际化持续升级，自身变革潜力叠加有望受益于行业供给侧改革，公司有望迎来新的突破。预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 126 亿元、154 亿元，鉴于近三年 PB 中枢 0.9-1.8 倍，给予 2025 年 1.4 倍 PB 估值，A 股合理价值为 18.20 元/股，鉴于 AH 溢价对应 H 股合理价值 9.97 港币/股，维持“买入”评级。（HKD/CNY=0.93）
- **风险提示。**经济下行超预期，行业政策变动，权益市场波动等。

盈利预测：（单位：CNY）

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33644	35471	39151	43131	48827
增长率(%)	0.0%	5.4%	10.4%	10.2%	13.2%
归母净利润(百万元)	7879	10031	12588	15375	19075
增长率(%)	1.5%	27.3%	25.5%	22.1%	24.1%
EPS（元/股）	0.72	0.92	1.15	1.41	1.74
市盈率（P/E）	23.58	18.52	14.76	12.08	9.74
市净率（P/B）	1.42	1.32	1.31	1.23	1.14

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格

16.99 元/7.98 港元

合理价值

18.20 元/9.97 港元

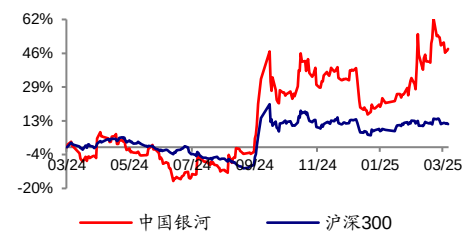
前次评级

买入/买入

报告日期

2025-03-31

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

分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-88286912



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国银河 2024-10-31

(601881.SH/06881.HK):轻资产凸显韧性，泛自营提振业绩

中国银河 2024-08-30

(601881.SH/06881.HK):轻资产业务逆势增长，重资产业务持续稳健

中国银河 2024-04-30

(601881.SH/06881.HK):轻资产凸显韧性，市场波动拖累业绩

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、业绩同比大幅增长，整体较为稳健.....	4
（一）营收同比+5.43%，归母净利润同比+27.31%.....	4
（二）资本实力增强，净资产+8%，ROE8.3%.....	4
二、业务结构持续优化，细分收入全线回暖.....	6
（一）泛投资业务大幅回升.....	6
（二）财富管理：夯实零售客群基础，巩固交易服务优势.....	8
（三）资管业务方面：结构优化，盈利稳健.....	9
（四）投行业务收入回暖，债务承销规模大幅提升.....	10
（五）资本中介：两融、股质利息收入略有下行.....	11
三、盈利预测和投资建议.....	12
四、风险提示.....	13

图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比	4
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及同比	4
图 3: 中国银河国际营收及归母净利润 (亿元)	5
图 4: 中国银河杠杆率	5
图 5: 中国银河剔除代理款项杠杆率	5
图 6: 中国银河所有者权益及增速	5
图 7: 中国银河加权 ROE	6
图 8: 中国银河自营投资收益及同比 (亿元, %)	7
图 9: 中国银河代销金融产品业务收入及同比	9
图 10: 中国银河资管业务收入及占营收比重	10
图 11: 中国银河资管业务规模及同比	10
图 12: 中国银河资管业务规模结构 (亿元)	10
图 13: 中国银河投行业务净收入及同比	11
图 14: 融资融券利息收入及同比 (% , 右轴)	12
图 15: 资本中介收入 (调整后) 及同比	12
图 16: 中国银河股价 (元) 及 PB (LF)	12
表 1: 中国银河金融投资资产结构 (亿元)	7
表 2: 中国银河固定投资领域成果 (亿元)	8

一、业绩同比大幅增长，整体较为稳健

（一）营收同比+5.43%，归母净利润同比+27.31%

2025年3月28日晚，中国银河发布2024年年度报告。其中：营业收入354.71亿元，同比+5.43%；归属于母公司股东的净利润人民币100.31亿元，同比+27.31%。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比

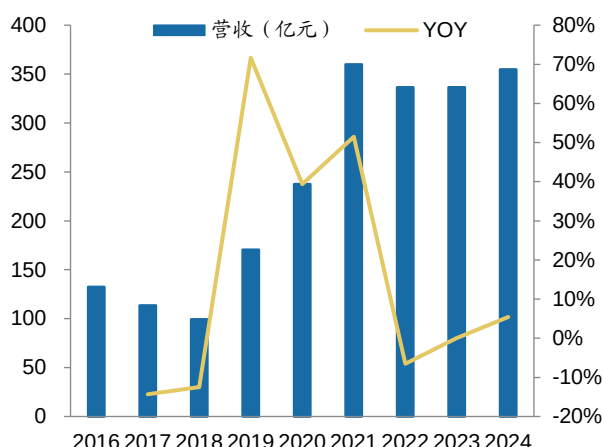
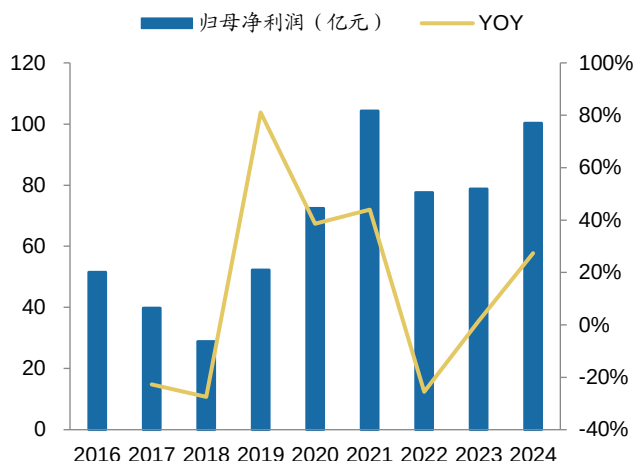


图 2：公司归母净利润（亿元）及同比



数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

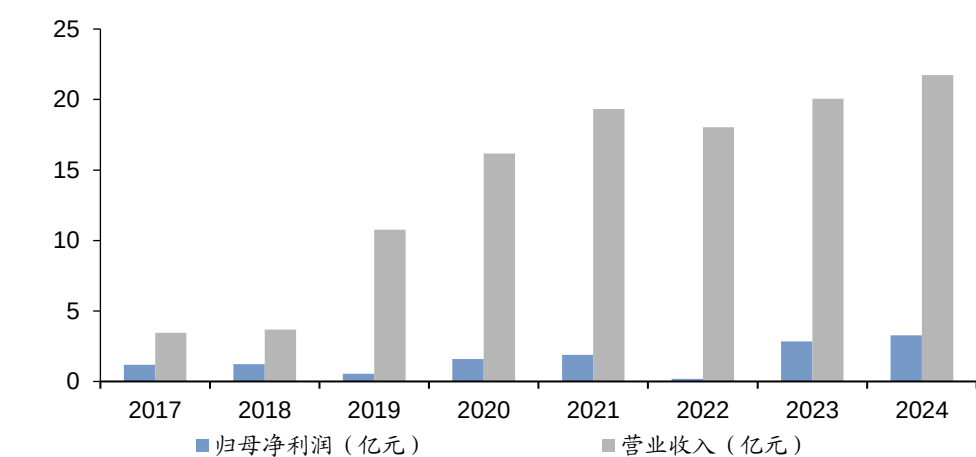
（二）资本实力增强，净资产+8%，ROE8.3%

2023年年末，中国银河净资产1405亿元，同比+8%；总资产7375亿元，同比+11%。中国银河整体杠杆率自2023年末的5.08倍升至2024年末的5.25倍。

由于发行永续次级债以及可转债转股带来净资产稳健增长，资本实力进一步增强。剔除代理款项的杠杆倍数由2023年末的4.16倍降至2024年末的4.07倍。加权平均净资产收益率为8.3%，同比增加0.78个百分点。

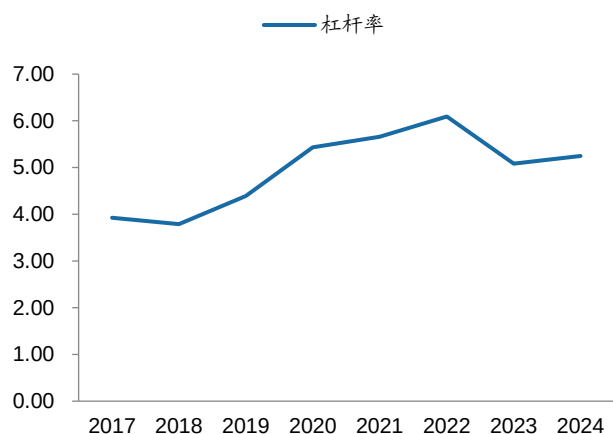
银河国际控股锚定“国际市场综合的业务提供商”发展目标，不断推动高质量发展。财富管理方面，积极打造一站式、全链条数字金融服务平台，获得首批跨境理财通2.0券商试点资格，为境内外客户提供覆盖50个国家和地区、5大资产类别、500只公募基金的全球化资产配置服务；投资银行方面，境内外一体化展业效能不断彰显，竞争力持续提升，2024年完成23个港股IPO项目，承销278个境外债项目，参与发行158只离岸人民币债券；资产管理方面，打造全品类境外资产管理产品矩阵，设立跨境中国CTA基金，为国际资本投资内地大宗商品和金融期货市场提供创新性便利渠道。银河国际2024年归母净利润3.28亿元，同比+15%。

图 3: 中国银河国际营收及归母净利润 (亿元)



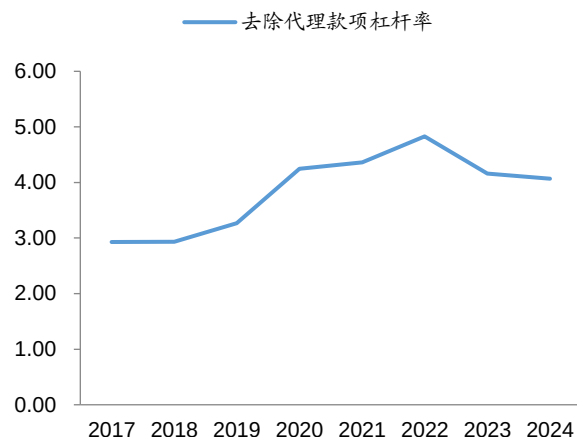
数据来源: 中国银河年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 中国银河杠杆率



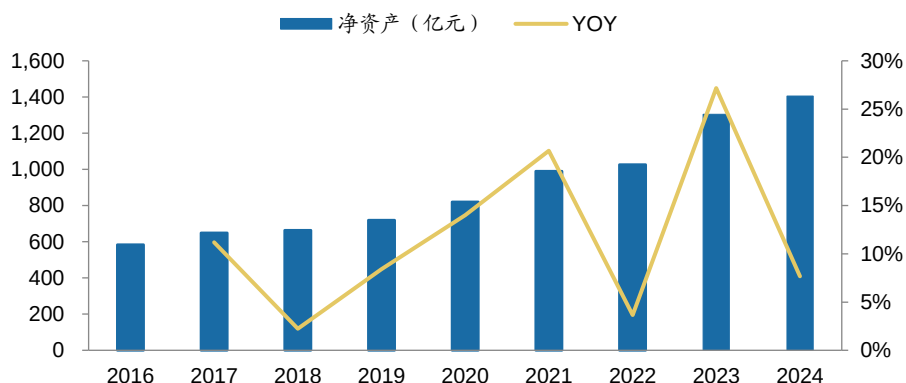
数据来源: 中国银河年报, 广发证券发展研究中心

图 5: 中国银河剔除代理款项杠杆率



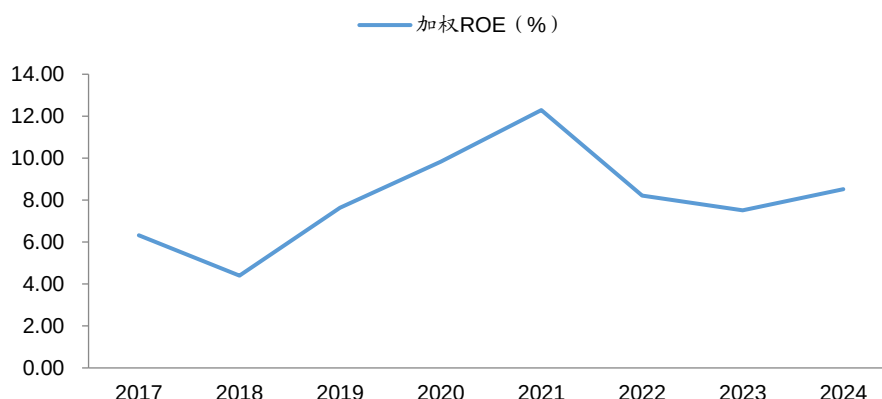
数据来源: 中国银河年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 中国银河所有者权益及增速



数据来源: 中国银河年报, 广发证券发展研究中心

图 7：中国银河加权ROE



数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

二、业务结构持续优化，细分收入全线回暖

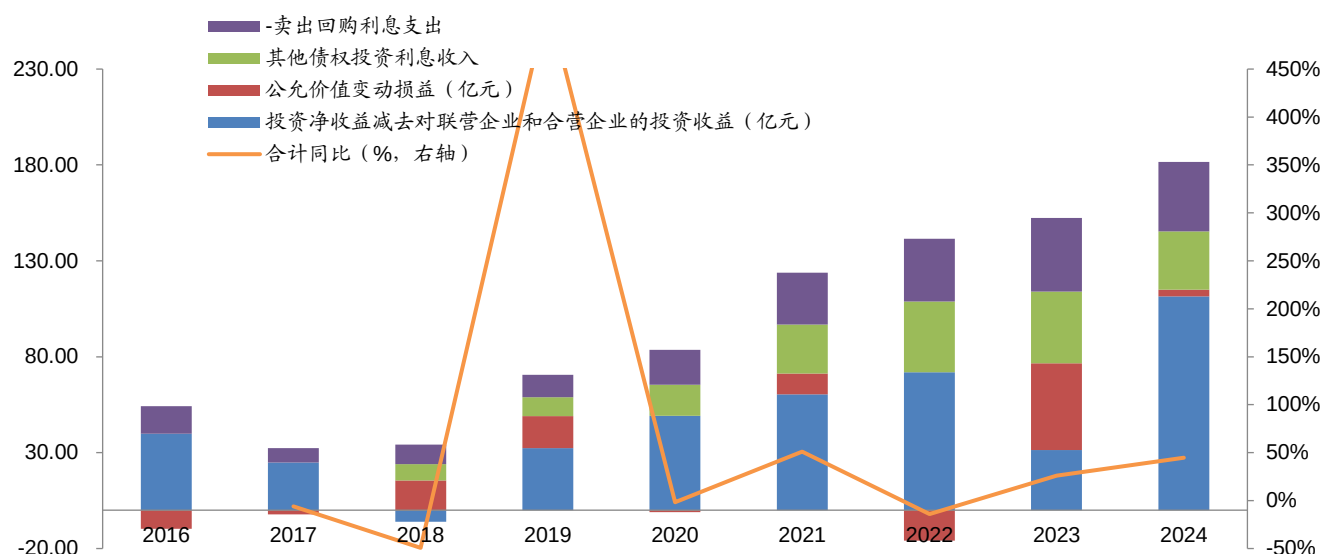
（一）泛投资业务大幅回升

投资业务方面：2024年，中国银河实现自营投资收益109.18亿元，同比+45%。

公司大力发展基于客需的创新类投资交易业务，以研究、交易、风险管理能力为依托，提升产品设计及交易服务综合能力，为客户提供一揽子优质多元的金融服务方案。

注：自营投资收益=投资收益-联营/合营企业投资收益+公允价值变动损益+利息收入-其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出

图8: 中国银河自营投资收益及同比 (亿元, %)



数据来源: 中国银河年报、广发证券发展研究中心

权益投资方面, 公司持续完善多资产、多策略、均衡配置权益投资框架, 强化中性和指数增强策略, 不断提升各资产、行业、风格和单一股票间的整体再平衡能力。公司积极参与互换便利 (SFISF) 操作, 有效提升权益投资规模, 为A股市场带来新的增量资金, 充分发挥耐心资本和压舱石作用, 维护资本市场稳定, 提振投资者信心; 有效投资支持半导体产业链核心节点企业, 从自身投研优势出发, 深入挖掘科技创新领域, 助力企业突破技术研发瓶颈, 以实际行动助力科技强国和产业升级战略布局; 高股息专项投资始终顺应资本市场改革方向和经济转型需求, 将社会责任和企业经营目标相结合, 积极助力“一带一路”发展和服务高水平对外开放。

固定收益投资方面, 秉持审慎稳健的投资策略, 不断优化固定收益持仓结构, 提高交易定价核心能力, 积极打造FICC量化交易体系, 有效提升量化策略的广度和深度。公司积极拓展大宗商品业务范围, 创新“发行+投资+做市”联动模式, 深度开展境内外投资布局, 进一步拓展多元投资交易, 夯实公司国际化发展基础。

表1: 中国银河金融投资资产结构 (亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融投资资产总计	781.89	1082.58	1314.29	2190.10	3231.84	3592.79	3869.64
其中: 交易性金融资产 (账面价值)	603.41	731.40	926.47	1356.43	1719.23	2061.83	2207.61
其中: 债券	365.21	478.76	503.55	652.10	922.16	1090.57	1382.74
其中: 公募基金	127.67	107.00	153.09	218.90	309.24	270.39	273.83
其中: 股票	57.67	58.03	147.34	198.79	147.56	302.79	206.87
其中: 银行理财	14.37	25.48	28.83	12.14	32.00	31.76	30.24
其中: 券商资管	1.08	2.33	2.32	3.81	5.44	4.14	11.50

其中：信托计划	17.60	5.47	0.44	3.21	5.38	12.15	7.18
其中：其他	19.81	54.33	90.90	267.48	297.45	350.03	295.25
其中：其他债权投资	79.94	150.67	33.60	457.25	1093.24	973.58	1051.29
其中：国债、政府债	12.05	47.94	2.00	307.87	632.41	538.67	133.90
其中：金融债	0.50		31.60	96.60	179.73	171.14	178.65
其中：企业债	67.39	102.73		52.78	281.10	263.77	212.68
其中：同业存单							0.00
其中：超短期融资券							0.00
其中：其它							0.00
其中：其他权益工具投资	97.77	193.49	338.68	346.85	383.95	451.73	556.87
其中：股票					32.95	94.47	137.19
永续债	21.59	113.50	256.87	346.84	351.00	357.25	409.82
其他投资	76.19	79.99	81.81	0.00	351.00	0.02	9.86
其中：衍生金融资产	0.76	2.09	8.70	19.46	26.31	84.05	42.02
其中：库存商品		4.93	6.84	10.11	9.11	21.60	11.86
其中：股票投资占比	7.40%	5.40%	11.20%	9.10%	5.60%	11.10%	7.71%
其中：衍生金融资产占比	0.10%	0.20%	0.70%	0.90%	0.80%	2.30%	1.09%

数据来源：中国银河年报、广发证券发展研究中心

表2：中国银河固定投资领域成果（亿元）

领域	核心举措与成果	市场地位与创新亮点
大宗商品拓展	获批碳排放权交易、上海金交所做市商、信用违约 互换报价机构资格	奠定多元化投资交易基础
做市业务	创新“发行+投资+做市”模式 自研智投平台助力多品种做市	成交量位居市场前列
国际化布局	银河海外获债券通（北向通）资格 银河国际获上海金交所黄金国际会员资格	强化境内外协同，推动跨境发展
产品创新	首发“一带一路”债券指数 推出新开发银行熊猫债篮子	市场首创，联合举办“外滩夜话”主题活动
投顾协同	建立“表内+产品”投顾模式 “金自来”业务助力财富管理展业	形成银河品牌，支持区域改革试点
科技赋能	落地首笔挂钩 CFETS ESG 指数的互换交易 AI 债券询价机器人入选国家级试点 推出“银河地方债旗舰店”	行业领先的智能化服务平台

数据来源：中国银河年报、广发证券发展研究中心

（二）财富管理：夯实零售客群基础，巩固交易服务优势

经纪业务方面，2024年公司经纪业务手续费净收入为62亿元，同比+13%；其中收入端，代理买卖证券业务收入同比+18.81%，交易席位佣金收入同比-55%，代销金融产品收入同比-30%。

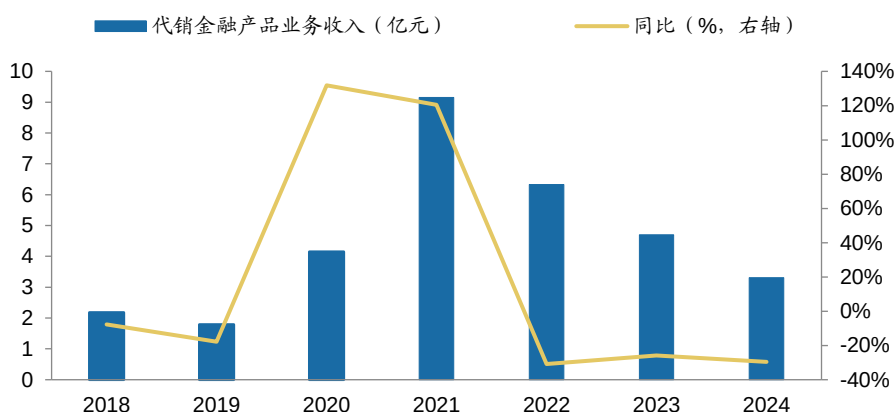
中国银河2024年代销金融产品收入3.3亿元，同比-30%，占经纪业务比重5.34%。

公司财务管理业务秉持客户中心论，做好“老百姓身边的理财顾问”，通过强化业务引领与专业赋能，以综合金融服务为抓手，全方位提升客户黏性和服务体验。通过加大优质适配的金融产品创新供给力度及买方投顾服务矩阵建设力度，促进客户价值深度挖掘和转化，形成普惠金融差异化优势；坚持以投资者为本，扎实开展投资者保护教育，有效维护投资者合法权益，助力守护好老百姓“钱袋子”；持续围绕客户需求打造一体化服务生态，提供专业创新的综合金融服务和财富解决方案。

公司持续夯实零售客群基础，巩固交易服务优势，优化“获客、活客、黏客、留客”全流程闭环管理，积极稳健推进多渠道合作，加速客户全旅程、全场景、“线上+线下”服务触达。在有效落实投资者适当性管理和投资者准入要求基础上，充分发挥营业网点和注册投资顾问近距离专业陪伴优势。借助金融科技赋能，创建并完善“客户双生命周期”分层服务体系，上线“客户数字化运营平台”，精确匹配服务资源和金融产品。迭代升级交易服务体系，打造个性化、精细化的客群经营与管理模式，不断推动零售经纪及财富管理业务持续高质量发展。

2024年末，公司客户总数超过1730万户，托管证券总市值人民币5.09万亿元；注册投资顾问4056人，同比增长6.8%。

图 9：中国银河代销金融产品业务收入及同比



数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

（三）资管业务方面：结构优化，盈利稳健

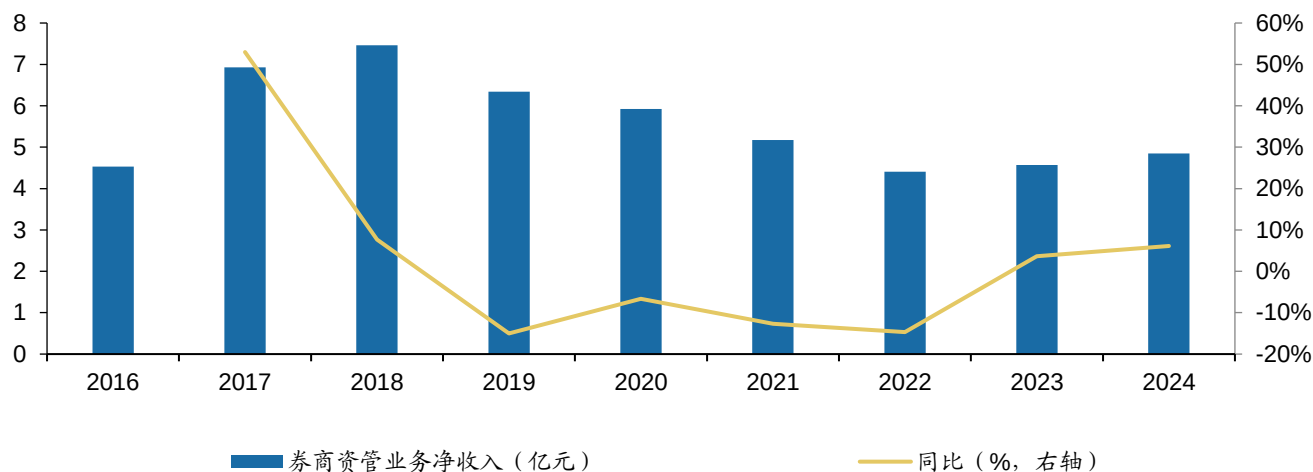
2024年，中国银河资产管理业务收入4.85亿元，同比+6%。

2024年末，银河金汇存续管理产品235只，总受托规模人民币851.9亿元，同比-10%。

2024年，银河金汇聚焦主责主业和功能定位，以“规范化、体系化”建设为工作主线，全力夯实业务发展内控基础，加快提升经营治理水平，通过锻造前后台衔接和一体化运营能力，促进业务结构体系进一步优化，主动管理能力稳步提升；聚焦金融“五篇大文章”，梳理和重塑产品体系，推动产品矩阵和类型结构不断优化，形成“银河之

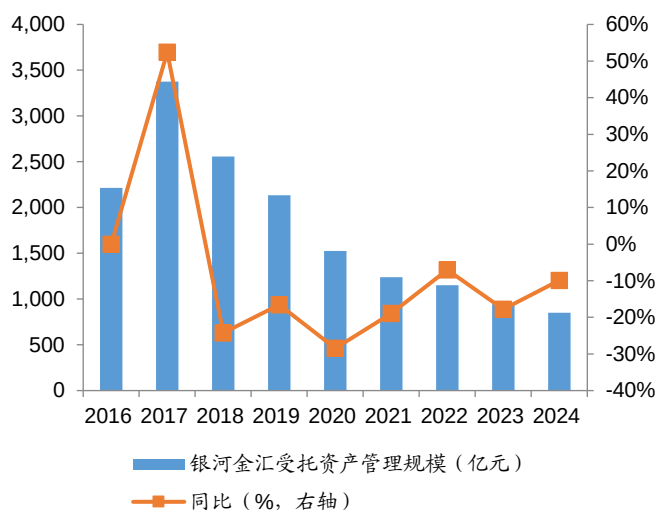
星+晖光日新”全新产品品牌，整体业绩表现稳健；深化渠道改革和机构业务布局，客户服务体验改善促使渠道粘性和业务合作进一步加强。2024年末，银河金汇受托资产管理规模为人民币851.90亿元，产品数量235只。

图 10：中国银河资管业务收入及占营收比重



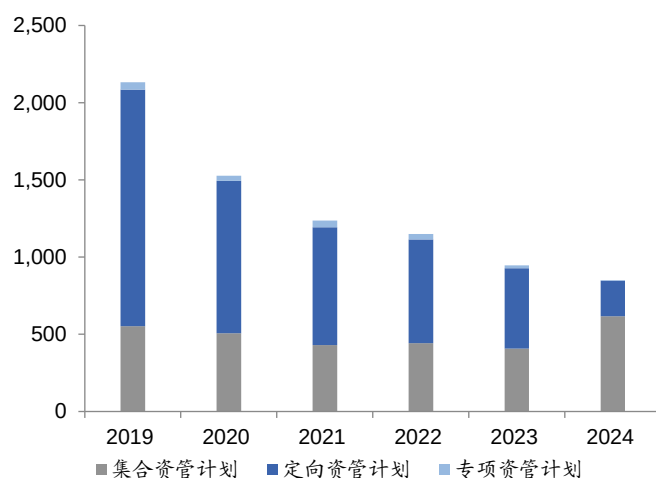
数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

图 11：中国银河资管业务规模及同比



数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

图 12：中国银河资管业务规模结构（亿元）



数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

（四）投行业务收入回暖，债务承销规模大幅提升

一、二级融资再平衡下，2024年中国银河投行业务实现收入6.06亿元，同比+10%。

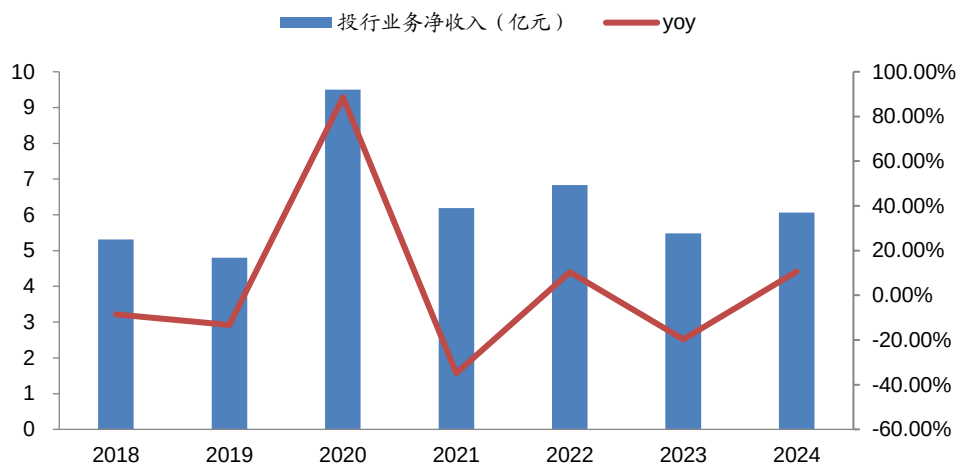
2024年公司投资银行业务以战略规划为引领，不断加强专业能力建设，充分发挥“功能性”作用，聚力打造现代一流投行。

股权融资和财务顾问业务方面，公司持续加强A股股权融资业务项目储备，着力提高

项目承揽承做标准及综合服务能力。2024年，公司实现1单IPO项目超研股份经中国证监会注册通过，2025年1月22日该公司在深交所创业板成功上市；完成再融资项目1单、新三板推荐挂牌项目6单、新三板定向发行项目2单；公告并购重组财务顾问项目4单，交易金额为人民币 186.67亿元，行业排名第8。

债券融资业务公司积极开展业务协同，进一步发掘地方政府债、金融债、短期融资券、定向融资工具和中期票据业务机会，债券承销规模增速高于行业平均增速。根据Wind 统计，2024年，公司债券承销规模为人民币4,833.43亿元，同比增长34.65%，行业排名第7。其中，地方政府债承销规模为人民币 2,863.53亿元，行业排名第5；金融债承销规模为人民币 987.86亿元，行业排名第 11；中期票据承销规模为人民币 410.13亿元，行业排名第8。2024年，公司获评《证券时报》“2024中国证券业服务民营企业项目君鼎奖”，第十七届新财富最佳债权承销投行”、“最具潜力投行”，第九届 CNABS“金桂奖”最佳绿色金融产品奖，第十届中国资产证券化论坛（CSF）“年度杰出机构”，第六届 Wind 最佳投行“最佳中国并购重组财务顾问”、“最佳信贷 ABS 承销商”、“最佳港股 IPO 账簿管理人”，同花顺 iFinD 2024金融机构评选“中小企业优质服务投行”等奖项。

图 13：中国银河投行业务净收入及同比



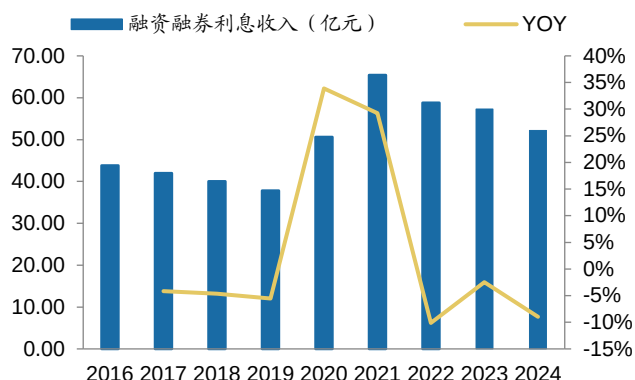
数据来源：中国银河年报，广发证券发展研究中心

（五）资本中介：两融、股质利息收入略有下行

2024年，公司实现资本中介收入44.3亿元，同比+7%，其中，融资融券利息收入52.21亿元，同比-9%；买入返售利息收入10亿元，同比-1%。

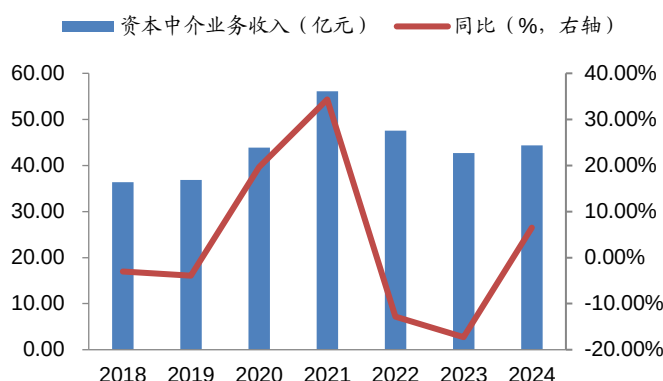
注：资本中介收入=利息净收入-其他债券投资利息收入+卖出回购利息支出

图 14: 融资融券利息收入及同比(%, 右轴)



数据来源: 中国银河年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 资本中介收入(调整后)及同比



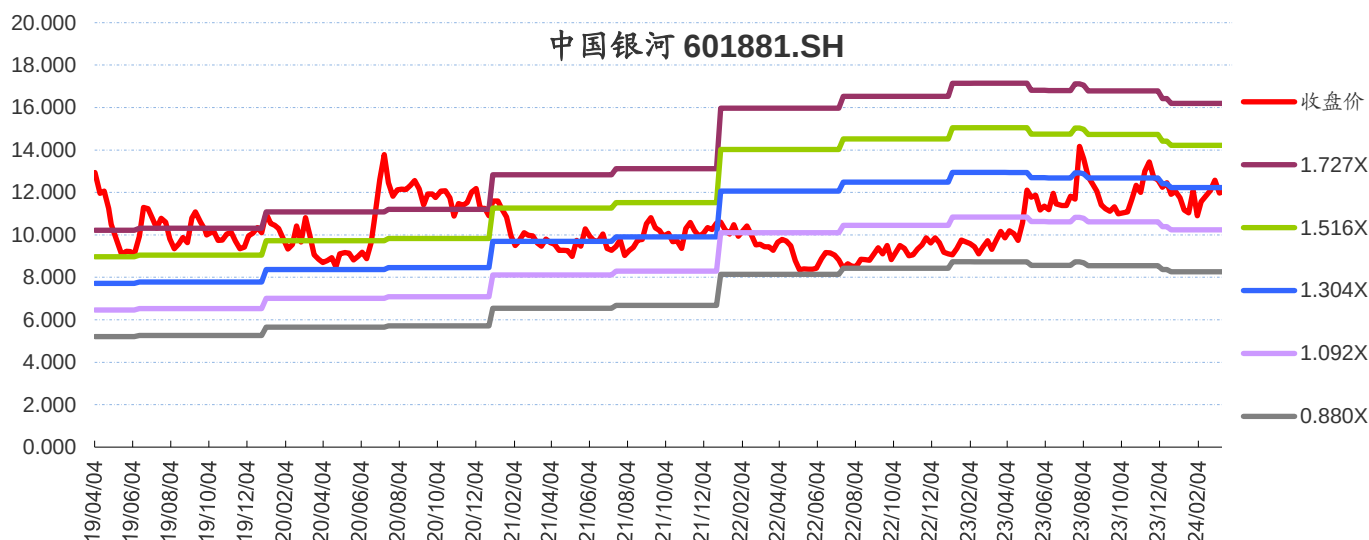
数据来源: 中国银河年报, 广发证券发展研究中心

注: 资本中介收入=利息净收入-其他债券投资利息收入+卖出回购利息支出

三、盈利预测和投资建议

资本市场内在稳定性提升, 头部券商在严监管的环境下相对更为稳健, 在建设一流投资银行的过程中更加受益。公司盈利稳健、发力零售及机构两端的客群优化, 国际化持续升级, 自身变革潜力叠加有望受益于行业供给侧改革, 公司有望迎来新的突破。预计公司2025-2026年归母净利润分别为126亿元、154亿元, 鉴于近三年PB中枢0.9-1.8倍, 给予2025年1.4倍PB估值, A 股合理价值为18.20元/股, 鉴于AH溢价对应H股合理价值9.97港币/股, 维持“买入”评级。

图 16: 中国银河股价(元)及PB(LF)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

经济下行超预期；权益及债券市场波动导致业绩不达预期；佣金率下滑；行业政策变动；投行竞争加大、直投业绩贡献不达预期；权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升、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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33644	35471	39151	43131	48827	资产总额	663205	737471	814398	908613	1019928
手续费及佣金净收入	6555	7371	10647	11776	13044	货币资金	113625	144890	181113	226391	282989
经纪佣金	5502	6189	9216	10168	11253	结算备付金	27900	35798	42957	51549	61858
投行收入	548	606	775	875	977	交易性金融资产	206183	220761	242837	267121	293833
资管收入	457	485	583	652	725	长期股权投资	245	300	315	331	348
投资收益(含公允)	7656	11499	9561	11031	13880	固定资产	535	563	563	563	563
利息净收入	4163	3849	4829	5508	6350	无形资产	821	848	848	848	848
其他收入	15173	12736	14010	14711	15446	商誉	1033	1067	1067	1067	1067
营业支出	25428	24943	27151	28476	30645	其他资产	312863	333244	344698	360743	378423
管理费用	10372	11414	12920	13802	15136	负债总额	532711	596971	671582	755730	854525
其他支出	14852	12948	13590	14269	14983	代理买卖证券款	120262	165569	178815	193120	208569
营业利润	8216	10528	11999	14656	18183	权益总额	130495	140499	142816	152883	165403
利润总额	8134	10519	12001	14658	18185	归属于母公司所有者权益	130466	140481	142797	152863	165381
所得税	250	488	600	733	909	少数股东权益	28	19	19	20	22
净利润	7884	10031	12601	15390	19094						
归母净利润	7879	10031	12588	15375	19075						
少数股东损益	5	84	13	15	19						
综合收益	9386	14965	12588	15375	19075						
归属母公司股东综合收益	7884	10031	12601	15390	19094						
主要财务比率											
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
成长能力											
营业收入增长	0.0%	5.4%	10.4%	10.2%	13.2%						
归属母公司净利润增长	1.5%	27.3%	25.5%	22.1%	24.1%						
获利能力											
净利率	23%	28%	32%	36%	39%						
ROA	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%						
ROE	6.0%	7.1%	8.9%	10.2%	11.7%						
每股指标(元)											
每股收益	0.72	0.92	1.15	1.41	1.74						
每股净资产	11.93	12.85	13.00	13.84	14.89						
估值比率											
P/E	23.58	18.52	14.76	12.08	9.74						
P/B	1.42	1.32	1.31	1.23	1.14						

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。
刘 洪：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：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 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 47 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	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@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。