

财通证券 (601108.SH)

泛投资拖累盈利表现，回购加码发展信心

核心观点：

- **泛自营影响业绩表现。**2024 年营业收入 62.86 亿元，同比-3.55%；归母净利润 23.40 亿元，同比+3.90%。25Q1 营业收入 10.69 亿元，同比-24%；归母净利润 2.90 亿元，同比-37%；扣非归母净利润同比-36%。
- **财富、资本中介业务竞争优势凸显，资管较为平稳。**(1) 经纪业务收入 2024 年 14.12 亿元，同比+18%，主要是代理买卖证券高增贡献，代销金融产品收入 1.93 亿元，同比+0.5%，占经纪业务比重 14%，围绕客户需求深化综合化改革与机构化转型，个人与机构业务实现稳步增长。(2) 资本中介收入 8.88 亿元，同比+13%，其中两融利息收入 10 亿元，同比-3%；买入返售利息收入 1.63 亿元，同比+1%。(3) 资管业务 2024 年实现收入 15.47 亿元，同比-0.3%；25Q1 同比-18%。2024 年末财通资管、财通基金规模同比+8%、+6%。
- **泛投资、投行业务不及预期，制约整体营收。**2024 年 (1) 自营投资收益 12.24 亿元，较 2023 年的 14.58 亿元有所回落。其中股票投资占比提升，衍生金融资产占比由 1.9%降至 1.5%。场外衍生品收益在市场单边行情下表现震荡。(2) 投行业务收入 2024 年 5.23 亿元，同比-31%；25Q1 同比-24%。坚持“打造一流投行”战略，股权承销规模市占率从 2017 年的 0.09% 上升至 2024 年的 0.49%，2024 年再融资行业排名提升 7 位，省内公司债、企业债承销规模第一。**2025Q1 投资收益 (含公允) 同比-79% 达到 1 亿元为主要拖累，主因基数效应及债市回调。**
- **盈利预测与投资建议。**公司作为浙江省属券商，财富和资管综合优势突出，投行及资本化发力服务浙江省优质企业。2024 年公司调整自营业务架构，以求提高自营业务韧性。2025 年 4 月 16 日，公司发布三个月内回购股票 1.5 亿元-3 亿元公告，彰显发展信心，维护股东权益。预计公司 2025-2026 年每股收益为 0.65/0.77 元，鉴于近三年 PB 中枢 0.9-2.1 倍，考虑到盈利逐渐上行，给予 2025 年 1.1 倍 PB 估值，对应合理价值为 9.02 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**经济下行超预期，行业政策变动，权益及债券市场波动导致盈利预测：

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6517	6286	8039	9321	10716
增长率 (%)	35.0%	-3.6%	27.9%	16.0%	15.0%
归母净利润 (百万元)	2252	2340	3009	3572	4201
增长率 (%)	48.4%	3.9%	28.6%	18.7%	17.6%
EPS (元/股)	0.48	0.50	0.65	0.77	0.90
市盈率 (P/E)	15.57	14.98	11.65	9.82	8.35
市净率 (P/B)	1.01	0.96	0.92	0.88	0.83

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

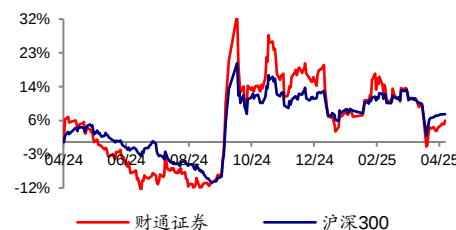
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	7.55 元
合理价值	9.02 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-27

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



0755-82544248



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：

财通证券 (601108.SH) : 业绩相对稳健，泛自营显著回暖	2024-10-30
财通证券 (601108.SH) : 重资产业务拖累业绩，泛财富管理凸显韧性	2024-08-29
财通证券 (601108.SH) : 高基数下盈利稳健，轻资产业务优势凸显	2024-04-26

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、一季度营收与利润双降	4
（一）一季度营收与利润双降，营收同比-24%，扣非归母净利润同比-36%	4
（二）2024 年末杠杆率升至 3.97 倍，ROE6.59%.....	4
二、财富管理转型提效，泛投资走弱压缩整体营收.....	6
（一）泛投资业务动能减弱，收入表现不及预期	6
（二）财富管理转型提速，核心竞争力持续增强	7
（三）泛资管业务方面：财通资管、财通基金规模稳增，盈利稳健.....	8
（四）投行业务营收回落，融资服务能力持续夯实	10
（五）资本中介业务平稳增长	11
三、盈利预测和投资建议.....	11
四、风险提示	12

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：财通证券杠杆率	5
图 4：财通证券剔除代理款项杠杆率.....	5
图 5：财通证券所有者权益及增速	5
图 6：财通证券加权 ROE	5
图 7：财通证券自营投资收益及同比（亿元，%）	6
图 8：财通证券代销金融产品业务收入及同比	8
图 9：财通证券资管业务收入及占营收比重	9
图 10：财通证券资管业务规模及同比.....	9
图 11：财通资管营收、净利润及同比.....	9
图 12：财通基金规模表现（亿元）	10
图 13：财通证券投行业务净收入及同比	10
图 14：融资融券利息收入及同比	11
图 15：利息净收入（调整后）及同比.....	11
图 16：财通证券股价（元）及 PB（LF）	12
表 1：财通证券金融投资资产结构（亿元）	6
表 2：财通证券 A 股 IPO 与再融资规模及市占率	11

一、一季度营收与利润双降

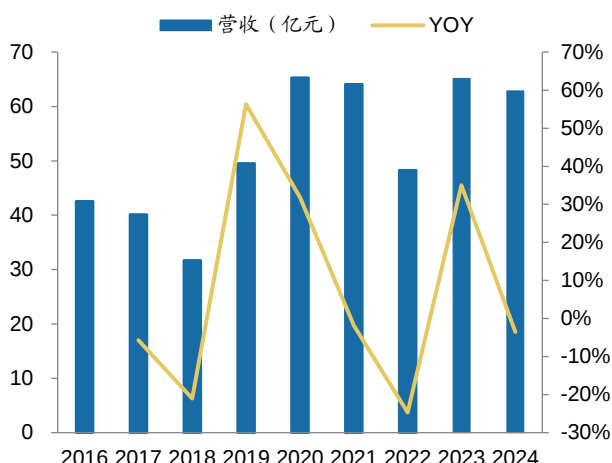
（一）一季度营收与利润双降，营收同比-24%，扣非归母净利润同比-36%

2025年4月25日晚，财通证券发布2024年年度报告及2025年一季度报告。

其中：2024年全年实现营业收入62.86亿元，同比-4%；归属于母公司股东的净利润人民币23.40亿元，同比+4%。

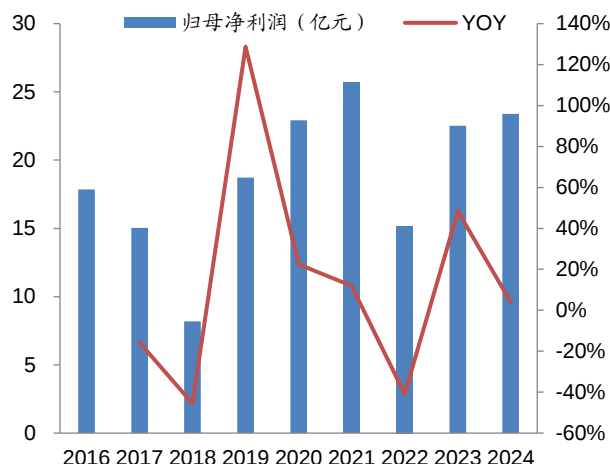
2025年第一季度实现营业收入10.69亿元，同比-24%；归属于母公司股东的净利润2.90亿元，同比-37%。扣非归母净利润2.68亿元，同比-36%。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比



数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润（亿元）及同比

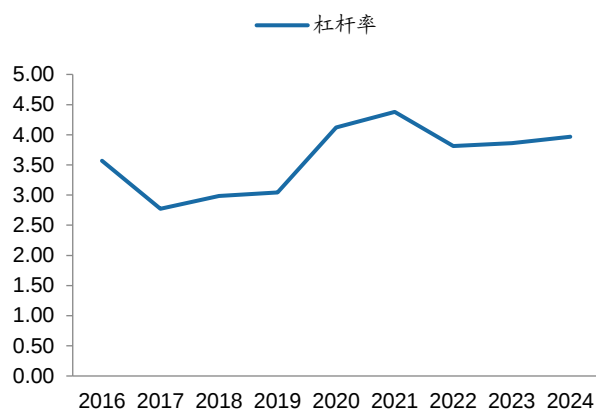


数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

（二）2024 年末杠杆率升至 3.97 倍，ROE6.59%

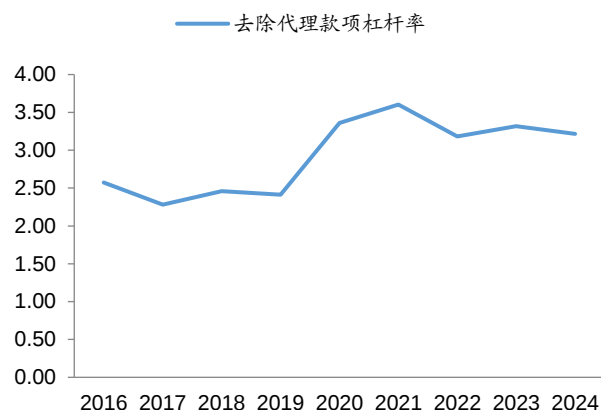
2024年年末，财通证券净资产364.27亿元，同比+5%；总资产1445.55亿元，同比+8%。财通证券整体杠杆率自2023年末的3.86倍升至2024年末的3.97倍。剔除代理款项的杠杆倍数由2023年末的3.32倍降至2024年末的3.22倍。2024年加权平均ROE6.59%，同比下降0.08个百分点。

图 3：财通证券杠杆率



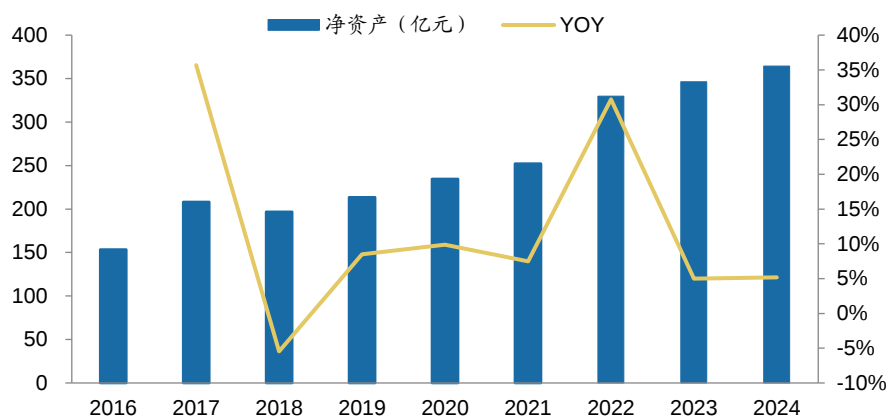
数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

图 4：财通证券剔除代理款项杠杆率



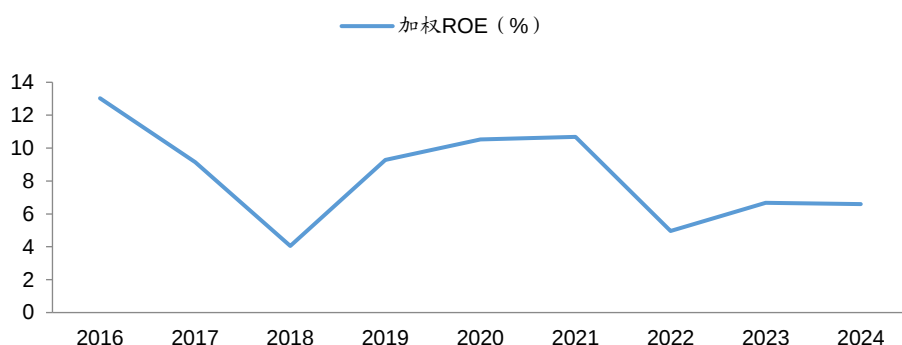
数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

图 5：财通证券所有者权益及增速



数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

图 6：财通证券加权ROE



数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

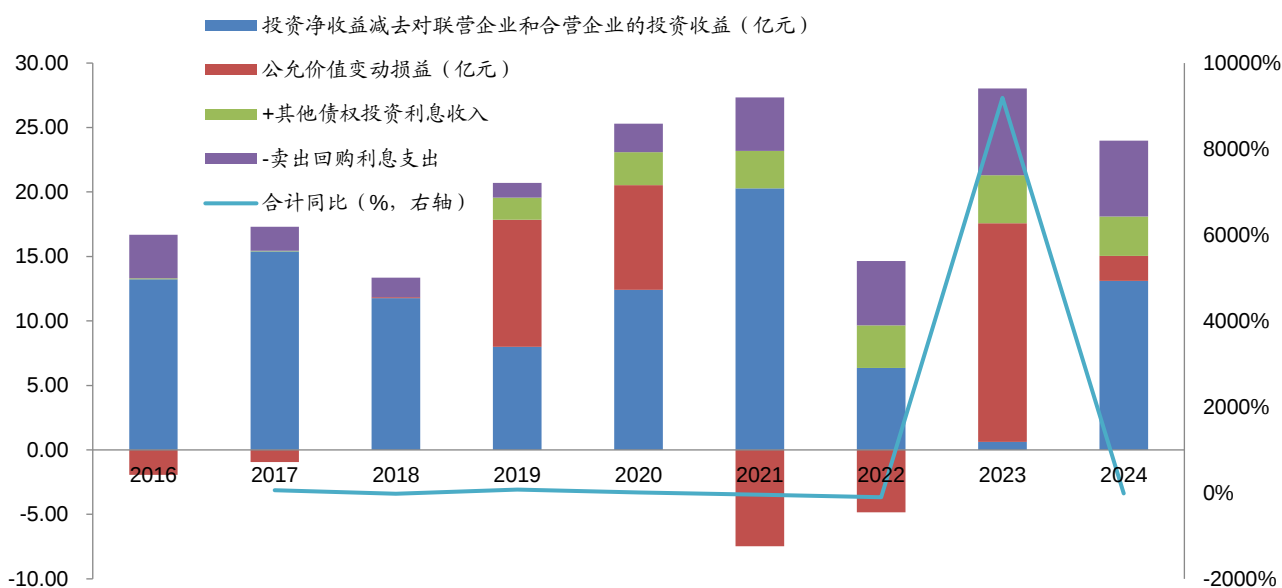
二、财富管理转型提效，泛投资走弱压缩整体营收

（一）泛投资业务动能减弱，收入表现不及预期

投资业务方面：2024年，财通证券实现自营投资收益12.24亿元，较2023年的14.58亿元有所回落。

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+利息收入中其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出

图 7：财通证券自营投资收益及同比（亿元，%）



数据来源：财通证券年报、广发证券发展研究中心

公司坚持稳健投资原则，权益投资主要布局于符合国家产业升级及政策导向的领域。

固定收益投资方面，持续优化投资结构，灵活调整各类债券品种持仓规模，强化风险控制与持仓跟踪研究，进一步降低信用与流动性风险。稳步推进数字化改革，公司依托自主研发的智能交易平台“轩辕”助力自营投资，同时不断完善债券做市策略，持续扩大做市业务规模。

衍生品业务方面，聚焦场外衍生品风险管理，提升业务发展质量。基金做市业务稳步推进，在履行流动性义务的基础上实现了业务盈利。

表 1：财通证券金融投资资产结构（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融投资资产总计	252.71	253.26	321.69	409.77	585.71	583.67	550.38
其中：交易性金融资产	220.25	195.82	249.38	321.55	442.92	501.61	464.85

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

其中：债券	58.61	50.56	91.82	146.12	218.62	187.54	197.23
其中：公募基金	117.89	94.42	85.61	76.08	119.00	184.89	172.06
其中：股票	3.00	12.12	23.04	12.14	13.36	15.83	11.78
其中：银行理财	36.67	2.55	5.28	3.83	3.02	10.17	26.25
其中：券商资管	0.00	31.06	38.15	23.71	21.06	37.32	2.39
其中：信托计划	0.00	0.10	0.09	1.86	0.84	3.92	4.42
其中：其他	4.08	5.01	5.41	9.02	9.90	13.24	14.46
其中：其他债权投资	30.08	55.83	70.36	84.04	139.78	69.41	65.82
其中：公司债	0.00	4.80	4.39	11.55	6.07	5.92	9.21
其中：企业债	21.72	35.24	44.28	27.77	21.76	22.25	14.32
其中：地方债	0.00	4.07	4.08	15.25	99.84	34.61	34.97
其中：金融债	0.00	0.62	1.01	1.66	1.84		
其中：中期票据	0.00	10.10	16.00	15.25	9.67	3.20	0.03
其中：其它	8.36	1.00	0.60	0.61	0.61	3.43	0.05
其中：其他权益工具投资	1.19	1.25	1.31	1.33	1.36	1.38	11.71
其中：非交易性权益工具	0.00	0.00	0.00	1.33	1.36	1.38	11.71
股权投资	1.19	1.25	1.31	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：衍生金融资产	1.18	0.36	0.63	2.86	1.64	11.28	8.00
其中：利率衍生工具	0.00	0.00	0.15	0.06	0.03	0.00	0.01
权益衍生工具	1.18	0.36	0.20	1.17	1.57	11.23	7.92
信用衍生工具	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他衍生工具	0.00	0.00	0.28	1.63	0.04	0.05	0.07
其中：股票投资占比	1.7%	5.3%	7.6%	3.3%	2.5%	2.9%	4.3%
其中：衍生金融资产占比	0.5%	0.1%	0.2%	0.7%	0.3%	1.9%	1.5%

数据来源：财通证券年报、广发证券发展研究中心

（二）财富管理转型提速，核心竞争力持续增强

经纪业务方面，2024年公司经纪业务手续费净收入为14.12亿元，同比+18%；其中收入端，代理买卖证券业务收入同比+32%，交易席位佣金收入同比-34%，代销金融产品收入同比+0.5%。

2025年第一季度，公司经纪业务手续费净收入为4.20亿元，同比+41%。

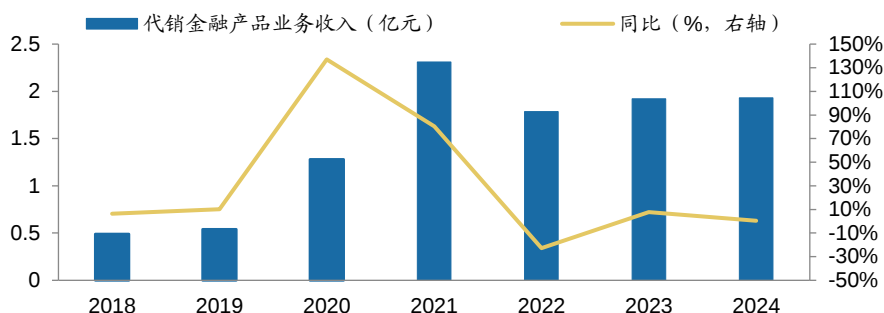
公司围绕客户需求深化综合化改革与机构化转型，财富与机构业务实现稳步增长。全年代理买卖业务净收入市占率同比增长5.1%，代销产品净收入市占率提升5位。财富客户与高净值客户数量持续上升，全年开户量创历史新高，客户总数增长12.7%，托管资产规模增长11.3%，全年引进资产增长28%。

产品代销方面，坚持“固收为基、配置为主”转型策略，全年金融产品销售量和期末保有金额分别同比增长8.3%和10.9%，固收类产品代销增长超25%。券结产品代销多只产品募集规模排名行业第一，基金买方投顾保有规模增长155%，渠道合作数量与投资业绩均居行业前列。

机构业务方面，依托财通·悦享（机构APP）平台建设，机构客户数量与资产规模快速提升；全年落地3家上市公司增持再贷款证券服务，算法交易量实现较大突破。PB业务持续夯实，新增私募产品托管数量行业排名上升4位至第15位，资管计划托管规模同比增长76%。家族办公室和企业家办公室业务实现首单落地，进一步完善高端客户服务体系。

财通证券2024年代销金融产品收入1.93亿元，同比+0.5%，占经纪业务比重14%。

图 8：财通证券代销金融产品业务收入及同比



数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

（三）泛资管业务方面：财通资管、财通基金规模稳增，盈利稳健

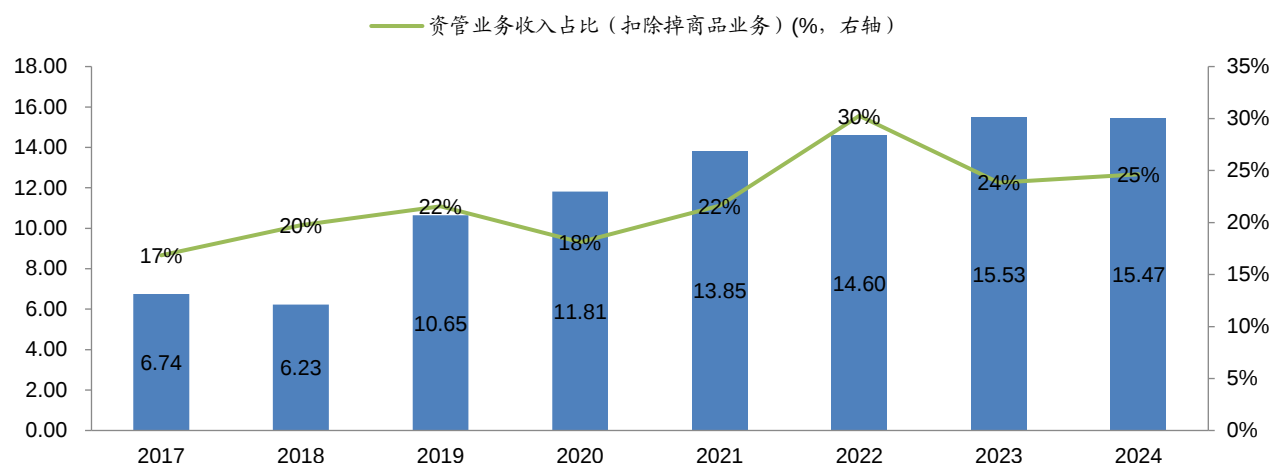
2024年资管业务实现收入15.47亿元，同比-0.3%；

25Q1，单季度资管业务收入2.63亿元，同比-18%。

公司通过全资子公司财通证券资管公司开展境内证券资产管理业务。资管业务围绕“一主两翼”战略持续深化，固收与资产证券化竞争力进一步强化，管理规模稳步增长，全球化战略实现关键突破。

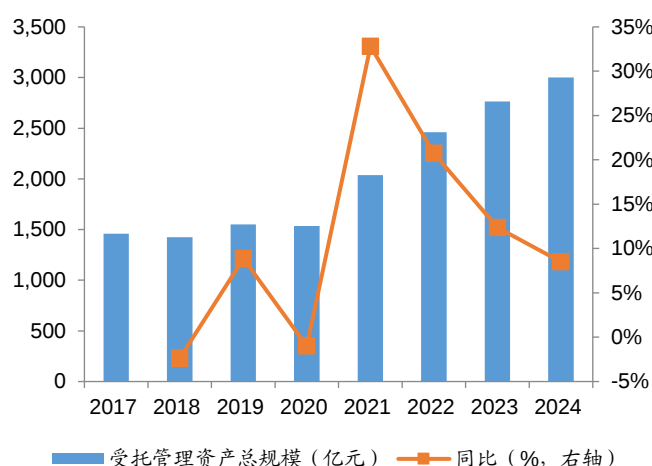
以资产证券化为代表的投融联动业务是公司“一主两翼”布局中重要“一翼”，2024年共新发54只ABS项目，合计发行规模428亿元。凭借优秀的投研与产品创新能力，公司连续四次荣获“中国证券业全能资管机构君鼎奖”。截至2024年末，财通证券资管资产管理规模超过3000亿元，其中公募管理规模近1300亿元，非货币公募管理规模超过1100亿元，非货公募管理规模位列持有公募牌照券商资管机构前三。

图 9：财通证券资管业务收入及占营收比重



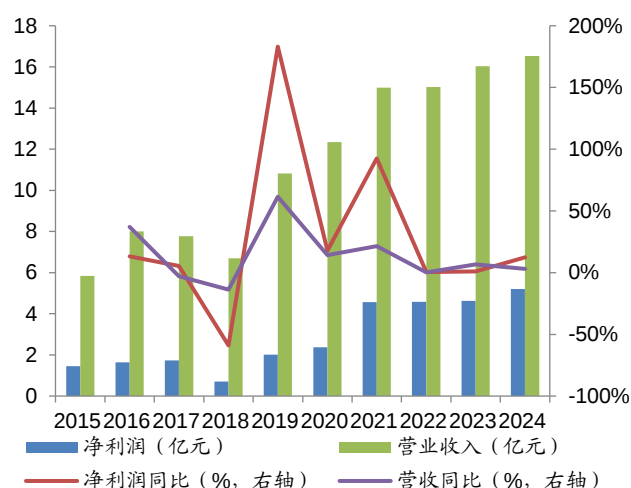
数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

图 10：财通证券资管业务规模及同比



数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

图 11：财通资管营收、净利润及同比

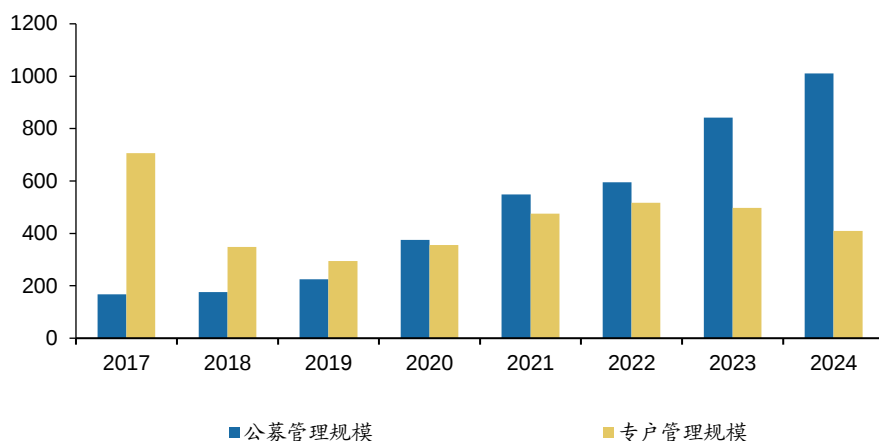


数据来源：财通证券年报，广发证券发展研究中心

通过参股公司财通基金（持股40%）开展基金管理业务，财通基金贯彻落实“做大规模、做优投研、做深特色、做宽渠道”，管理规模持续增长、结构不断优化。

截至2024年末，总资产管理规模超1420亿元，比2024年初增长6%；实现公募基金管理规模1011亿元，同比+20%，专户管理规模409亿元，同比-18%。年内共首发9只公募产品，首发规模84.9亿元，数量创历史新高，产品线进一步丰富，覆盖利率债、养老FOF、先进制造与数字经济等指数增强型产品，渠道销售结构更趋均衡，全年公募产品销量超过1,770亿元，直销、三方、银行及券商渠道均实现拓展。定增业务保持市场前列，累计参与定增项目1,347个，投资金额超2,834亿元。

图 12: 财通基金规模表现 (亿元)



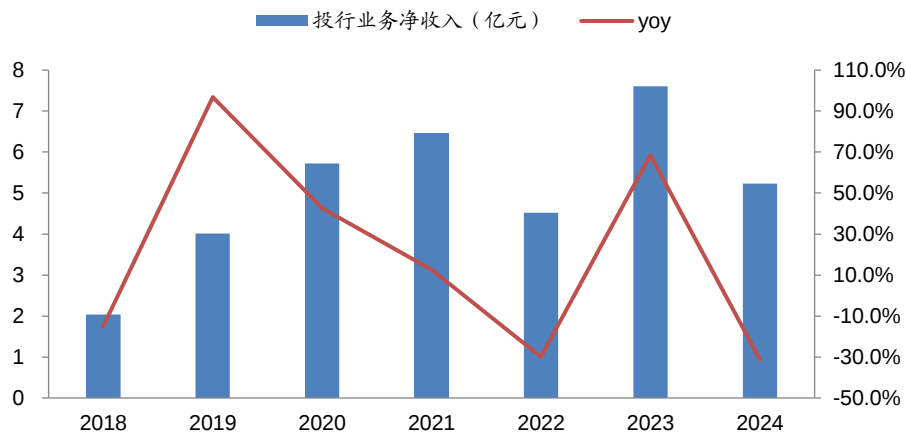
数据来源: 财通证券年报, 广发证券发展研究中心

(四) 投行业务营收回落, 融资服务能力持续夯实

投行业务股权承销市占率下降。2024年财通证券投行业务实现收入5.23亿元, 同比-31%。股权承销规模市占率从2017年的0.09%上升至2024年的0.49%。

2025年一季度, 公司实现投行业务收入1.07亿元, 同比-24%。

图 13: 财通证券投行业务净收入及同比



数据来源: 财通证券年报, 广发证券发展研究中心

公司坚持“打造一流投行”战略, 三投联动成效显著, 全年实现直接融资1072.6亿元, 股权、债券、ABS等业务多点突破, 融资规模持续位居行业前列。

股权业务方面, 公司全年完成上市公司再融资发行3单, 行业排名较2023年提升7位。完成新三板挂牌9家, 位居行业第13位, 较2023年提升5位; 新三板督导家数全国排名第9位, 省内稳居第一。布局并购重组服务, 助力企业高质量发展。

债券业务方面, 公司全年实现公司债、企业债承销金额876.8亿元, 其中省内公司

债、企业债规模799.7亿元，排名浙江省第一。全年积极服务产业转型，实现专项品种债券承销规模近50亿元。积极推动ABS业务布局，参与规模超45亿元。

表 2: 财通证券A股IPO与再融资规模及市占率

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IPO 规模 (亿元)	3	0	5	31	59	9	41	4
IPO 市占率	0.1%	0.0%	0.2%	0.6%	1.0%	0.1%	1.2%	0.6%
再融资规模 (亿元)	11	37	51	41	15	31	44	10
再融资市占率	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	0.3%	0.8%	0.4%

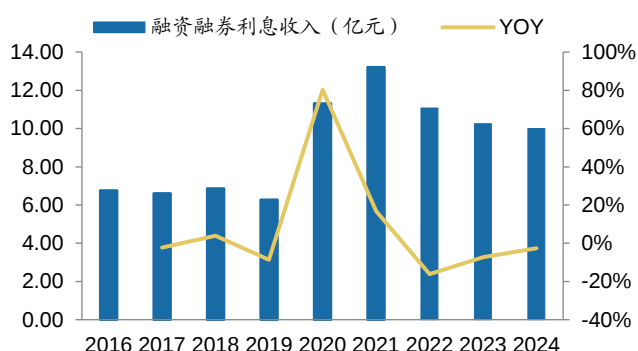
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(五) 资本中介业务平稳增长

2024年公司实现资本中介收入8.88亿元，同比+13%，其中，融资融券利息收入10.00亿元，同比下降3%；买入返售利息收入1.63亿元，同比+1%。

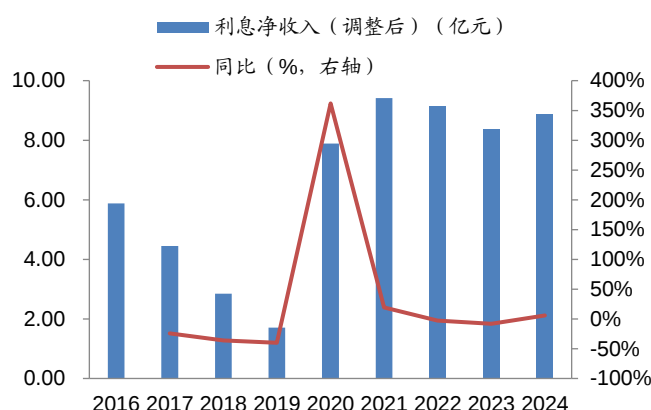
2025年一季度，公司实现利息净收入1.40亿元，同比+19%。

图 14: 融资融券利息收入及同比



数据来源: 财通证券 2024 年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 利息净收入 (调整后) 及同比



数据来源: 财通证券 2024 年报, 广发证券发展研究中心

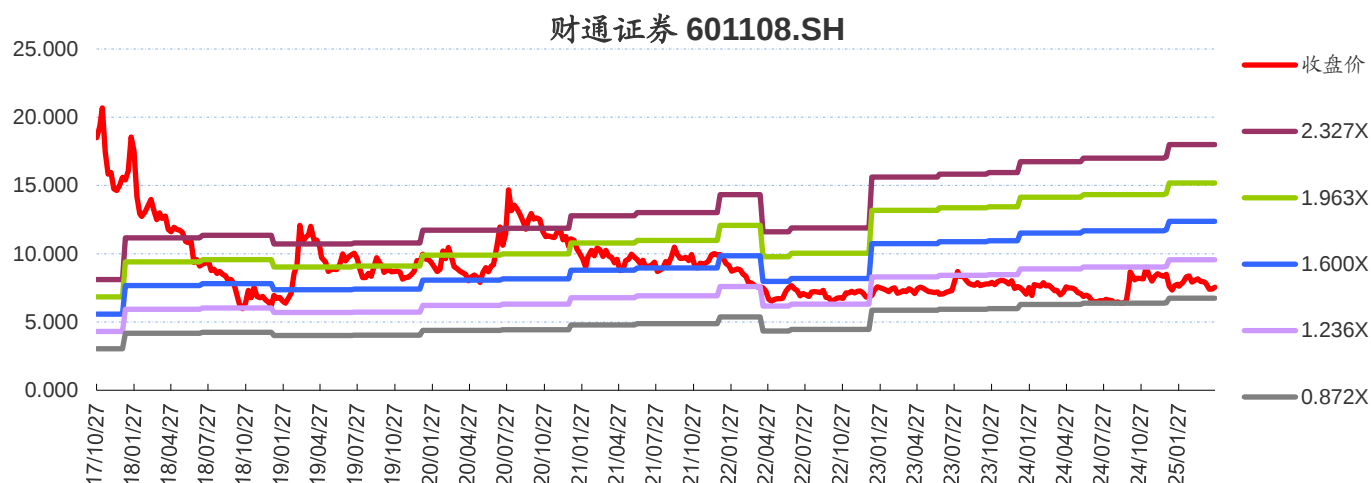
注: 资本中介收入=利息净收入-其他债券投资利息收入+卖出回购利息支出

三、盈利预测和投资建议

资本市场内在稳定性提升，公司作为浙江省属券商，股东背景提升增长潜力，区域活力释放经营动能，财富和资管综合优势突出，投行及资本化发力服务浙江省优质企业。2024年公司调整自营业务架构，分为自营投资总部和客需金融部，以求提高自营业务表现韧性。2025年4月16日，公司发布三个月内回购股票1.5亿元-3亿元公

告，彰显发展信心，维护公司股东权益。预计公司2025-2026年每股收益为0.65/0.77元，鉴于近三年PB中枢0.9-2.1倍，考虑盈利及景气度位于上行区间，给予2025年1.1倍PB估值，对应A股合理价值为9.02元/股，维持“买入”评级。

图 16：财通证券股价（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；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、场外期权、远期交易等场外衍生品交易对手方违约风险等。

资产负债表

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产	133754	144555	164757	189312	218823
客户资金	17198	27927	32894	39473	47368
自有资金	6746	9270	9890	11238	12859
交易性金融资产	50161	46485	52745	59936	68582
长期股权投资	8928	9557	2637	2997	3429
固定资产	226	2384	1978	2248	2572
无形资产	338	330	659	749	857
负债	99127	108128	126664	149264	176455
代理买卖证券款	18866	27412	32894	39473	47368
其他负债	80261	80716	93770	109791	129087
权益	34627	36427	38093	40048	42368
归属于母公司的股东权益	34605	36405	38072	40028	42349
少数股东权益	23	22	21	20	19

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	35%	-4%	28%	16%	15%
归属母公司净利润增长	48%	4%	29%	19%	18%
获利能力					
净利率	35%	37%	37%	38%	39%
ROA	1.7%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%
ROE	6.7%	6.6%	8.1%	9.1%	10.2%
资产与杠杆					
总资产 YoY	6%	8%	14%	15%	16%
杠杆 (除客户保证金)	3.3	3.2	3.5	3.7	4.0
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.50	0.65	0.77	0.90
每股净资产	7.45	7.84	8.20	8.62	9.12
估值比率					
P/E	15.57	14.98	11.65	9.82	8.35
P/B	1.01	0.96	0.92	0.88	0.83

利润表

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6517	6286	8039	9321	10716
手续费及佣金净收入	3558	3534	4578	5364	6239
经纪佣金	1199	1412	1996	2499	3085
投行收入	761	523	627	721	793
资管收入	1553	1547	1888	2066	2269
投资收益	2305	2023	2646	2970	3299
利息净收入	539	608	809	980	1169
营业支出	-3889	-3497	-4453	-5066	-5712
业务管理费	-3783	-3460	-4341	-4940	-5572
其他支出	-105	-36	-112	-126	-139
营业利润	2629	2789	3586	4255	5004
营业外收入与支出	18	19	-5	-5	-5
利润总额	2612	2771	3581	4250	4999
所得税	-361	-432	-573	-680	-800
净利润	2251	2339	3008	3570	4199
归母净利润	2252	2340	3009	3572	4201
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
综合收益	2350	2485	3008	3570	4199
归母综合收益	2351	2486	3009	3572	4201
总额					
少数股东综合收益总额	-1	-1	-1	-1	-1

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 淇：联席首席分析师，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。

唐 关 勇：高级研究员，对外经济贸易大学保险学硕士，2025 年加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。