长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

港股研究 | 公司点评 | 香港交易所（0388.HK）

港交所 5 月跟踪：市场热度仍处高位，IPO 大幅回暖贡献业绩增量

报告要点

截止 5 月底，公司 PE 为 35.45x，处于 2016 年以来历史 44%的分位，具备一定的配置性价比，预计伴随互联互通政策持续加码香港资本市场，港股市场流动性将持续抬升，市场整体活跃度及估值有望随之提升。预计公司 2025-2027 年实现收入及其他收益 298/310/325 亿港元，归母净利润为 179/186/196 亿港元，对应 PE 估值分别为 29.2/28.0/26.6 倍，给予买入评级。

分析师及联系人

吴一凡

SAC：S0490519080007

SFC：BUV596

程泽宇

SAC：S0490524090001

香港交易所（0388.HK）

港交所 5 月跟踪：市场热度仍处高位，IPO 大幅回暖贡献业绩增量

事件描述

5 月，港股整体上涨，港交所上市证券交投活跃度维持高位，预计业绩有望延续增长。

事件评论

- 业务分部：**1）现货市场，香港股市整体上涨，港股市场交投活跃度维持高位。**5 月，恒生指数、恒生科技较 2024 年末分别+16.1%、+15.7%；港交所月度 ADT 为 2103 亿港元，环比、同比分别-23.4%、+50.4%；沪深股通交易月度 ADT 为 9,061.3 亿港元，环比、同比分别-6.9%、+22.4%；沪深港通月度 ADT 为 1,474.2 亿港元，环比、同比分别-22.9%、+50.1%。**2）衍生品市场，期货、期权成交同环比均有所回落。**5 月，期货 ADV 为 58.6 万张，环比、同比分别-30.3%、-14.6%；期权 ADV 为 80.5 万张，环比、同比分别-19.8%、-23.7%。**3）商品市场，LME 成交量同环比均有所回落。**5 月，LME 日均成交张数为 70.7 万张，环比、同比分别-19.7%、-8.5%。**4）一级市场，港股 IPO 规模同环比均实现高增。**5 月港股共有 10 只新股上市，合计规模为 558 亿港元，环比、同比分别+1830.4%、+3150.6%。**5）投资收益，港交所投资收益相关利率同环比均有所下行。**截止 5 月底，HIBOR 6 个月、HIBOR 1 个月、HIBOR 隔夜、美国隔夜银行基金利率分别为 2.16%、0.59%、0.03%、4.33%，环比分别-1.86pct、-3.37pct、-4.47pct、+0.00pct，同比分别-2.66pct、-3.89pct、-4.44pct、-0.99pct。
- 海内外宏观环境：**1）国内方面，经济景气度有所回升，供需两端均有所修复。**5 月中国制造业 PMI 为 49.50%，环比回升 0.50pct，处于荣枯线下方。需求端，5 月制造业 PMI 新订单指数、新出口订单指数分别为 49.8%、47.5%，环比分别+0.60pct、+2.80pct。供给端，5 月制造业生产指数为 50.7%，环比+0.90pct。2）**海外方面，暂停降息导致海外流动性收紧，美联储降息预期持续推迟。**政策端，截止 2025 年 5 月 7 日，美联储召开议息会议，决定维持 4.25%-4.50%的联邦基金利率，暂停降息的决策不变，符合市场预期。根据 CME group 提供的美联储降息预期数据显示，2025 年 6 月维持不降息的预期，2025 年 9 月预计降息 25bp，2025 年全年预计降息 50bp。5 月，美国失业率为 4.20%，环比基本持平，整体维持低位，就业情况仍然向好；CPI 同比增速为 2.40%，较上月上升 0.1pct。
- **投资建议：截止 5 月底，公司 PE 为 35.45x，处于 2016 年以来历史 44%的分位，具备一定的配置性价比，预计伴随互联互通政策持续加码香港资本市场，港股市场流动性将持续抬升，市场整体活跃度及估值有望随之提升。**预计公司 2025-2027 年实现收入及其他收益 298/310/325 亿港元，归母净利润为 179/186/196 亿港元，对应 PE 估值分别为 29.2/28.0/26.6 倍，给予买入评级。

风险提示

1、权益市场大幅回调；2、上市制度改革不及预期；

3、互联互通进展缓慢；4、美联储政策不确定性。

公司基础数据

当前股价（HKD）	411.40

注：股价为 2025 年 6 月 12 日收盘价

相关研究

•《港交所 4 月跟踪：市场热度维持高位，业绩有望延续高增》2025-05-30

•《香港交易所 2025 年一季报点评：Q1 利润随市高增，季度业绩再创新高》2025-05-03

•《香港交易所 2024 年报点评：持续推进多元化发展战略，Q4 业绩实现高增》2025-03-03

更多研报请访问
长江研究小程序

市场环境：港股市场交投维持高位，IPO 数量及规模均实现高增

表 1：港交所核心数据指标一览

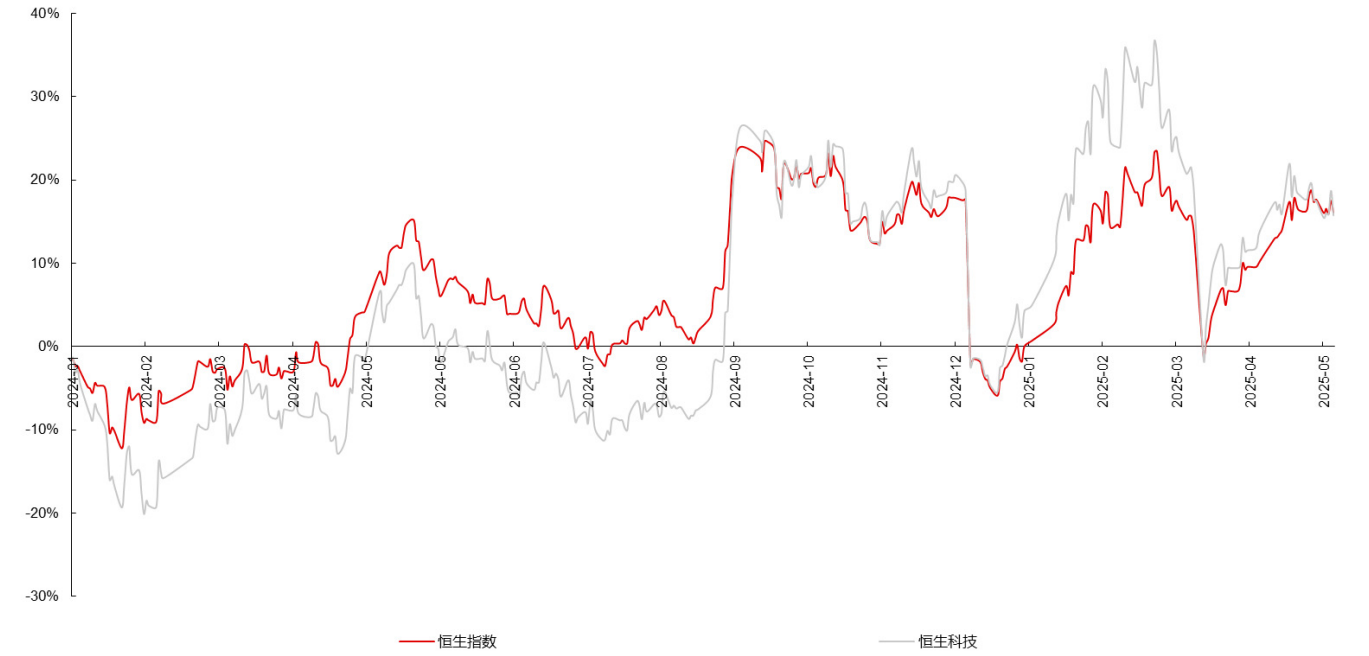
现货市场指标	月度指标（亿港元）	2025 年 1-5 月累计	2025 年 1-5 月累计同比	2025 年 5 月	5 月单月同比	5 月单月环比
港股总市值	港股总市值（截止至 2025 年 5 月底）	409,328	24.4%	409,328	24.4%	5.4%
	香港主板市值（截止至 2025 年 5 月底）	408,735	24.4%	408,735	24.4%	5.4%
	香港创业板市值（截止至 2025 年 5 月底）	593	26.1%	593	26.1%	6.9%
香港重点指数	恒生指数涨跌幅	16.1%	10.05%	5.29%	3.51%	9.62%
	恒生科技涨跌幅	15.7%	17.67%	1.63%	1.90%	7.33%
现货市场 ADT	港股 ADT	2423	119.9%	2103	50.4%	-23.4%
	沪深股通 ADT	11,268	46.4%	9,061	22.4%	-6.9%
	沪深港通 ADT	1,717	130.5%	1,474	50.1%	-22.9%
衍生品市场指标	**月度指标（万张）**	**2025 年 1-5 月累计**	**2025 年 1-5 月累计同比**	**2025 年 5 月**	**5 月单月同比**	**5 月单月环比**
衍生品市场 ADV	期货 ADV	74	6.6%	58.6	-14.6%	-30.3%
	期权 ADV	101	16.5%	80.5	-23.7%	-19.8%
	期货+期权 ADV	175	12.1%	139.1	-20.1%	-24.6%
商品市场指标	**月度指标（万张）**	**2025 年 1-5 月均值**	**2025 年 1-5 月均值同比**	**2025 年 5 月**	**5 月单月同比**	**5 月单月环比**
商品市场 ADV	LME 日均成交张数	76	2.6%	70.7	-8.5%	-19.7%
一级市场	**月度指标**	**2025 年 1-5 月累计**	**2025 年 1-5 月累计同比**	**2025 年 5 月**	**5 月单月同比**	**5 月单月环比**
IPO	香港上市公司（家）	28	33%	10	66.7%	400.0%
	香港主板（家）	28	33%	10	66.7%	400.0%
	香港创业板（家）	-	-	-	-	-
	香港上市公司（亿港元）	774	707%	558	3150.6%	1830.4%
	香港主板（亿港元）	774	707%	558	3150.6%	1830.4%
	香港创业板（亿港元）	-	-	-	-	-
投资收益	**月度指标（%，pct）**	**2025 年 1-5 月均值**	**2025 年 1-5 月均值同比**	**2025 年 5 月**	**5 月单月同比**	**5 月单月环比**
投资收益相关利率	HIBOR 6 个月	3.76	-0.98	2.16	-2.66	-1.86
	HIBOR 1 个月	3.39	-1.12	0.59	-3.89	-3.37
	HIBOR 隔夜	2.91	-1.15	0.03	-4.44	-4.47
	美国隔夜银行基金利率	4.33	-0.99	4.33	-0.99	0.00

资料来源：Wind，长江证券研究所

现货市场：日均成交额同比大幅提升，环比有所回落

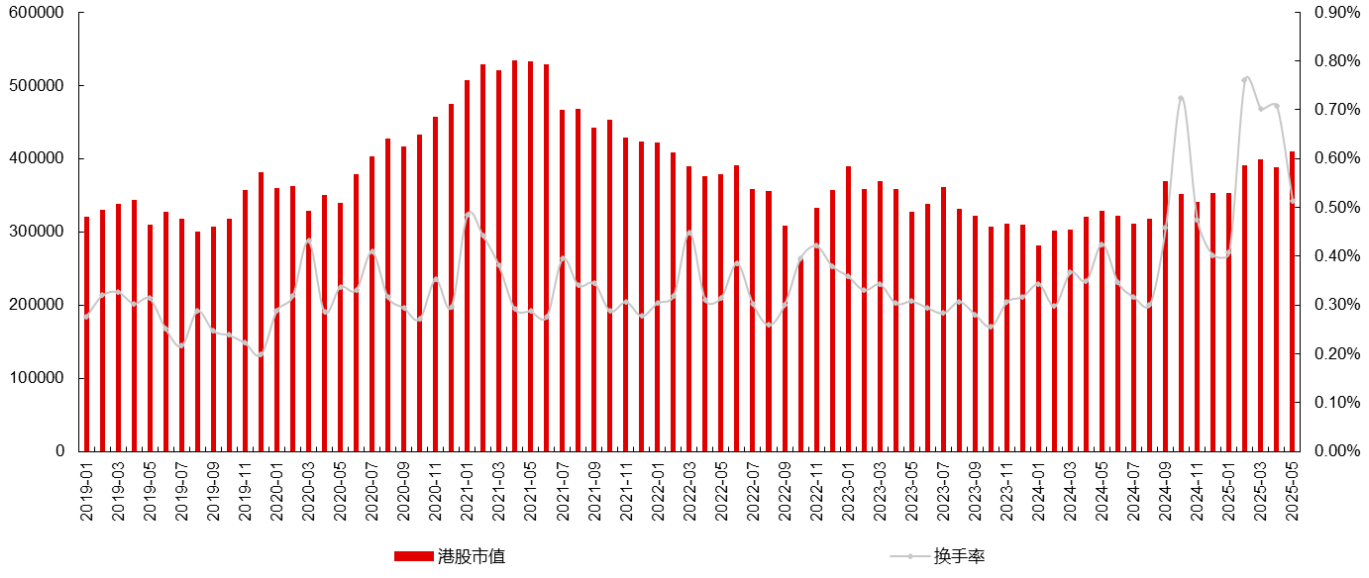
5 月港股市场延续上涨趋势。在美联储降息预期推迟的背景下，港股市场依靠国内政策驱动呈现上涨趋势。截止 5 月底，恒生指数、恒生科技较 2024 年末分别+16.1%、+15.7%。5 月，港交所上市证券市值 40.93 万亿港元，环比、同比分别+5.4%、+24.4%；港股换手率为 0.51%，环比、同比分别-0.19pct、+0.09pct。

图 1：恒生指数、恒生科技累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

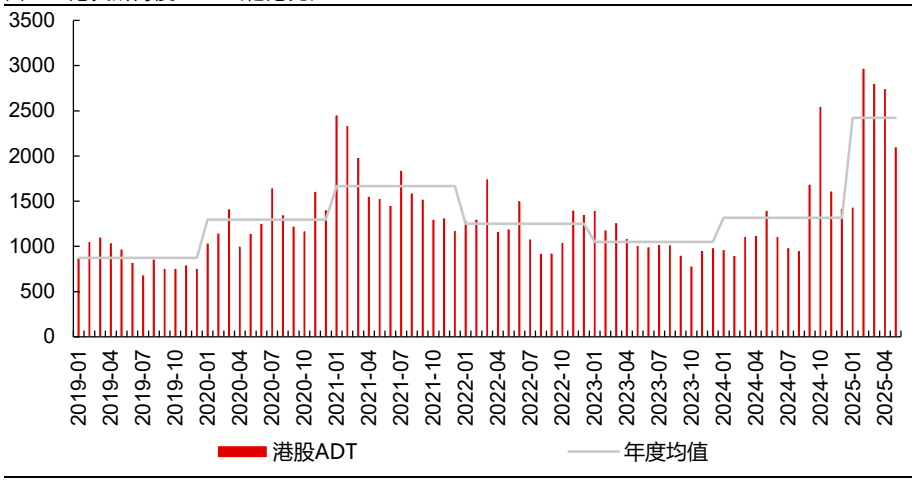
图 2：港交所上市证券市值及换手率（亿港元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

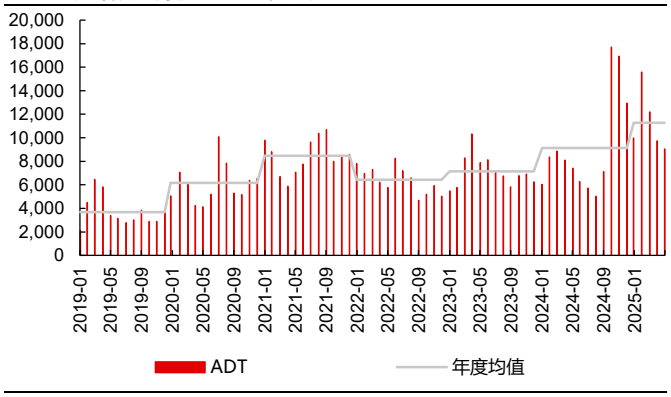
港股及互联互通日均成交额均环比下降，同比大幅上升。5 月，港交所月度 ADT 为 2103 亿港元，环比、同比分别-23.4%、+50.4%；沪深股通交易月度 ADT 为 9,061.3 亿港元，环比、同比分别-6.9%、+22.4%；沪深港通月度 ADT 为 1,474.2 亿港元，环比、同比分别-22.9%、+50.1%。

图 3：港交所月度 ADT（亿港元）



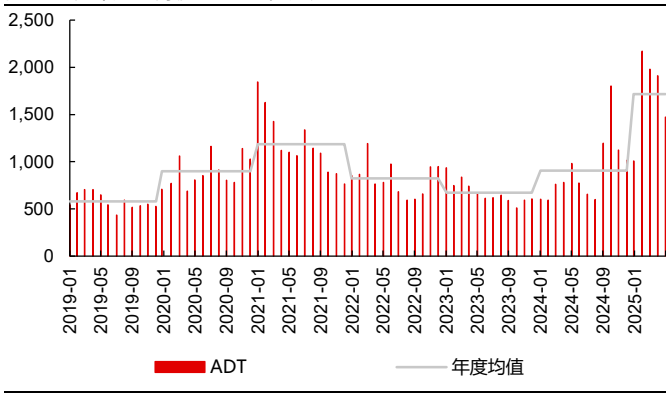
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：沪深股通月度 ADT（亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：沪深港通月度 ADT（亿港元）

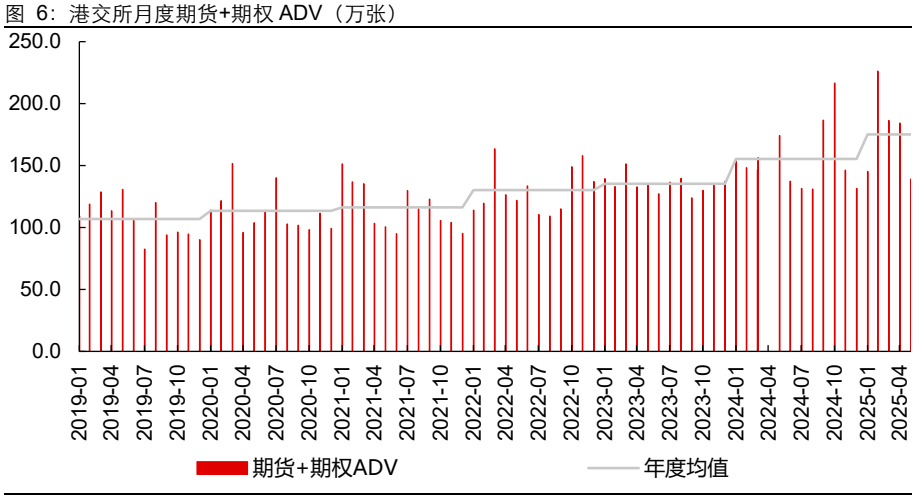


资料来源：Wind，长江证券研究所

衍生品市场：期货、期权成交同环比均有所回落

期货、期权成交同环比均有所回落。5 月，期货+期权日均成交张数为 139.1 万张，环比、同比分别-24.6%、-20.1%。其中，期货 ADV 为 58.6 万张，环比、同比分别-30.3%、-14.6%；期权 ADV 为 80.5 万张，环比、同比分别-19.8%、-23.7%。

图 6：港交所月度期货+期权 ADV（万张）

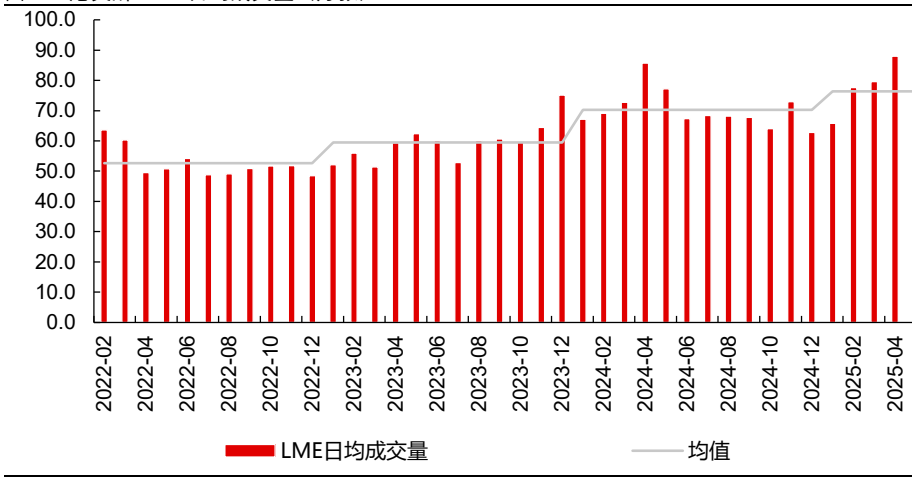


资料来源：Wind，长江证券研究所

商品市场：LME 成交量同环比均有所回落

LME 成交量同环比均有所回落。5 月，LME 日均成交张数为 70.7 万张，环比、同比分别-19.7%、-8.5%。

图 7：港交所 LME 日均成交量（万张）



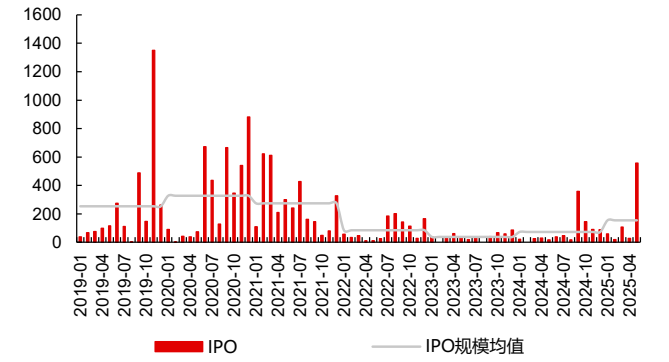
资料来源：香港交易所，长江证券研究所

港股一级市场：5 月 IPO 规模同环比均实现高增

5 月港股 IPO 规模同环比均实现高增。2025 年 1-5 月累计共有 28 只新股上市，合计规模为 774 亿港元，同比+707.2%；单位 IPO 规模为 27.6 亿港元，同比+505.4%。新股发行结构来看，5 月累计新上市公司有 18%来自于工业行业，贡献 57%的发行规模。结合利润弹性和市值来看，上市个股业绩波动较大，39%的公司来自于小型企业，18%的公司来自于蜜雪集团等大型企业，43%的公司来自于中型企业。单月来看，5 月港股共有 10 只新股上市，合计规模为 558 亿港元，环比、同比分别+1830.4%、+3150.6%。其中，宁德时代实际募资规模为 410 亿港元，恒瑞医药实际募资规模为 99 亿港元。待上市港股方面，截止 2025 年 6 月 10 日，共有 171 只股票处于待上市状态，其中消费、

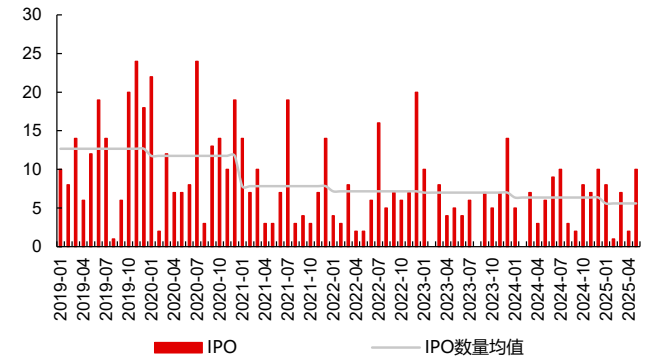
信息技术、医疗保健行业合计数量占比达到 78%。前十大待上市港股中，海天味业、赛力斯等大盘股共有 9 只，预计未来将带来一定的增量贡献。

图 8：港股 IPO 规模（亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：港股 IPO 数量（家）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：2025 年 1-5 月前十大 IPO 明细（亿港元，%）

公司名称	上市日期	上市板块	所属行业	实际募资总额	2022 年归母净利润同比	2023 年归母净利润同比	2024 年归母净利润同比	市值
宁德时代	2025/5/20	主板	工业	410	92.9%	45.5%	17.9%	12,163
恒瑞医药	2025/5/23	主板	医疗保健业	99	-13.8%	10.1%	47.3%	3,975
蜜雪集团	2025/3/3	主板	必需性消费	40	4.5%	57.1%	41.4%	2,014
古茗	2025/2/12	主板	必需性消费	20	1720.4%	194.5%	36.9%	614
赤峰黄金	2025/3/10	主板	原材料业	32	-22.6%	78.3%	119.5%	557
布鲁可	2025/1/10	主板	非必需性消费	19	16.5%	50.9%	-94.6%	452
正力新能	2025/4/14	主板	工业	10	-327.6%	65.7%	115.4%	268
映恩生物-B	2025/4/15	主板	医疗保健业	19	0.0%	7.6%	-193.8%	239
南山铝业国际	2025/3/25	主板	原材料业	24	137.8%	81.2%	227.6%	157
沪上阿姨	2025/5/8	主板	必需性消费	3	79.2%	159.5%	-15.2%	133

资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止至 2025 年 6 月 10 日，市值低于 50 亿港元的列为小型上市公司，市值高于 500 亿港元的列为大型上市公司

表 3：待上市港股前十大公司（亿港元，%）

公司名称	所属行业	2022 年归母净利润同比	2023 年归母净利润同比	2024 年归母净利润同比	市值
海天味业	日常消费	-7.1%	-9.2%	12.8%	2,558
牧原食品股份	日常消费	92.2%	-132.1%	519.4%	2,555
赛力斯	可选消费	-110.1%	36.1%	342.7%	2,392
东鹏饮料	日常消费	20.8%	41.6%	63.1%	1,897
三一重工	工业	-64.3%	5.5%	32.0%	1,696
百利天恒	医疗保健	-182.4%	-176.4%	575.0%	1,452
蓝思科技	信息技术	18.2%	23.4%	19.9%	1,199

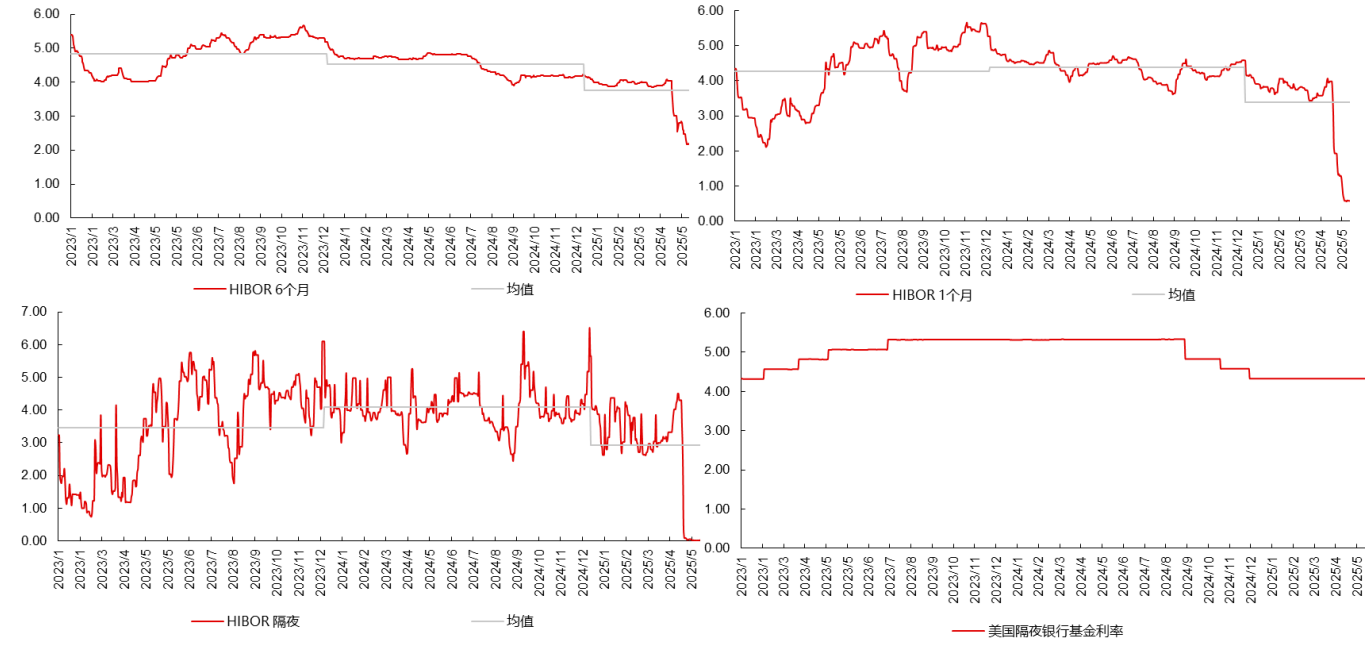
三花智控	工业	52.8%	13.5%	6.1%	1,057
紫光股份	信息技术	0.5%	-2.5%	-25.2%	776
先导智能	工业	46.3%	-23.4%	-83.9%	370

资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止至 2025 年 6 月 10 日，市值低于 50 亿港元的列为小型上市公司，市值高于 500 亿港元的列为大型上市公司

投资收益：利率同环比均有所下行

港交所投资收益相关利率同环比均有所下行。截止 5 月底，HIBOR 6 个月、HIBOR 1 个月、HIBOR 隔夜、美国隔夜银行基金利率分别为 2.16%、0.59%、0.03%、4.33%，环比分别-1.86pct、-3.37pct、-4.47pct、+0.00pct，同比分别-2.66pct、-3.89pct、-4.44pct、-0.99pct。

图 10：投资收益相关利率

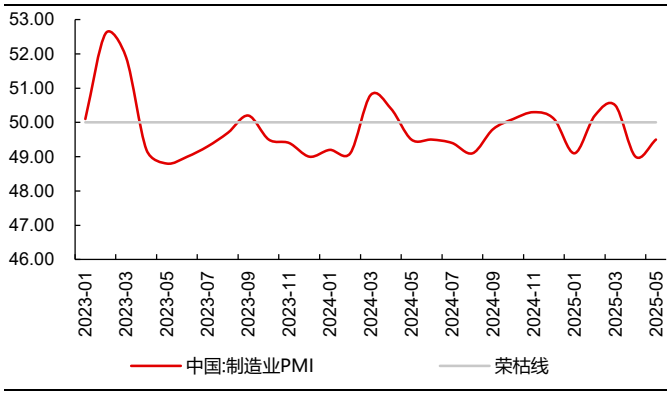


资料来源：Wind，长江证券研究所

宏观环境：国内经济景气度回升，海外流动性有所收紧

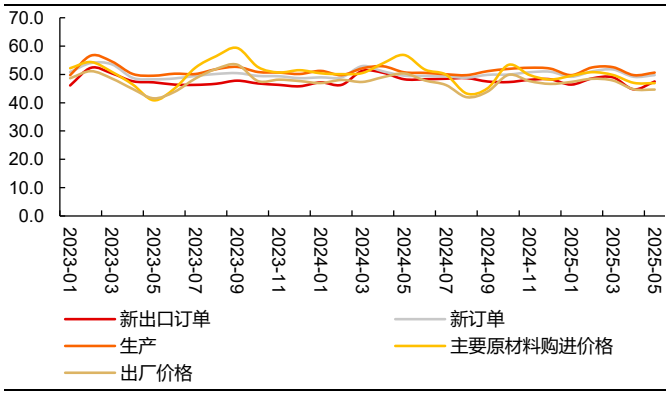
国内方面：经济景气度有所回升，供需两端均有所修复。5 月中国制造业 PMI 为 49.50%，环比回升 0.50pct，处于荣枯线下方。需求端，5 月制造业 PMI 新订单指数、新出口订单指数分别为 49.8%、47.5%，环比分别+0.60pct、+2.80pct。供给端，5 月制造业生产指数为 50.7%，环比+0.90pct。价格端，5 月主要原材料购进价格指数、出厂价格指数分别为 46.9%、44.7%，环比分别-0.10pct、-0.10pct。

图 11：中国制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

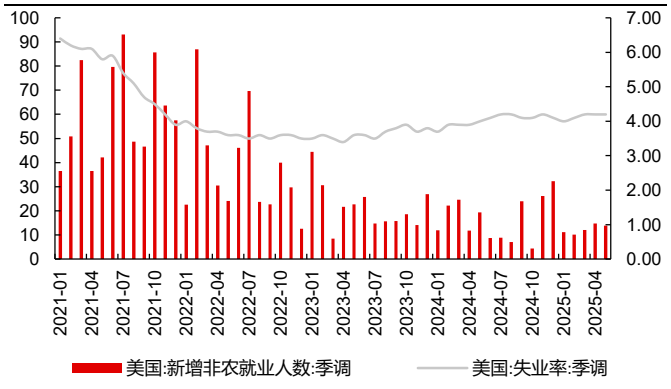
图 12：制造业供需两端情况（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

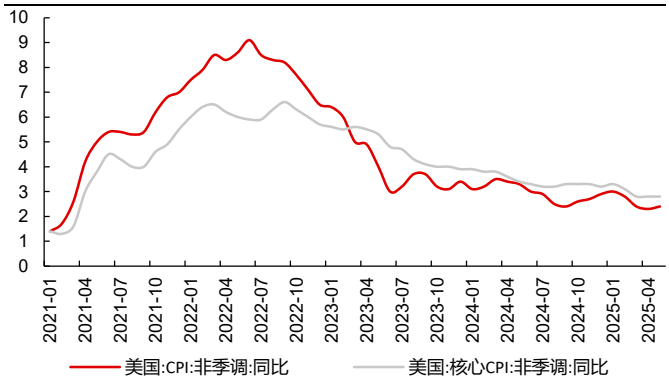
海外方面：暂停降息导致海外流动性收紧，美联储降息预期推迟至 9 月。政策端，截止 2025 年 5 月 7 日，美联储召开议息会议，决定维持 4.25%-4.50%的联邦基金利率，暂停降息的决策不变，符合市场预期。根据 CME group 提供的美联储降息预期数据显示，2025 年 6 月维持不降息的预期，2025 年 9 月预计降息 25bp，2025 年全年预计降息 50bp。就业方面，5 月，美国非农就业人口新增 13.90 万人，环比有所下降；失业率为 4.20%，环比基本持平，整体维持低位，就业情况仍然向好；通胀方面，5 月，CPI 同比增速为 2.40%，较上月回升 0.1pct；核心 CPI 同比增速为 2.80%，基本与上月持平。

图 13：美国非农就业人数及失业率（万人，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：美国 CPI 及核心 CPI 同比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：美联储会议降息预期情况

美联储会议日期	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18						0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.70%	97.30%
2025/7/30	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	28.10%	71.10%
2025/9/17	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	20.60%	59.30%	19.50%
2025/10/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	11.30%	41.30%	38.10%	9.10%
2025/12/10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	7.50%	31.10%	39.20%	18.90%	3.10%
2026/1/28	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	3.10%	16.90%	34.30%	31.10%	12.60%	1.90%
2026/3/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	9.90%	25.50%	32.70%	22.00%	7.30%	0.90%

2026/4/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	4.00%	14.40%	27.60%	29.60%	17.80%	5.50%	0.70%
2026/6/17	0.00%	0.00%	0.20%	2.00%	8.50%	20.10%	28.50%	24.50%	12.50%	3.40%	0.40%
2026/7/29	0.00%	0.10%	0.70%	3.80%	11.70%	22.40%	27.40%	21.20%	9.90%	2.60%	0.30%
2026/9/16	0.00%	0.20%	1.40%	5.60%	14.20%	23.60%	25.90%	18.50%	8.20%	2.00%	0.20%
2026/10/28	0.10%	0.40%	2.20%	7.20%	15.90%	24.00%	24.60%	16.70%	7.10%	1.70%	0.20%
2026/12/9	0.20%	0.90%	3.50%	9.50%	18.00%	24.20%	22.50%	14.10%	5.70%	1.30%	0.10%

资料来源：CME GROUP，长江证券研究所；数据截止至 2025 年 6 月 13 日

投资建议

截止 5 月底，公司 PE 为 35.45x，处于 2016 年以来历史 44%的分位，具备一定的配置性价比，预计伴随互联互通政策持续加码香港资本市场，港股市场流动性将持续抬升，市场整体活跃度及估值有望随之提升。预计公司 2025-2027 年实现收入及其他收益 298/310/325 亿港元，归母净利润为 179/186/196 亿港元，对应 PE 估值分别为 29.2/28.0/26.6 倍，给予买入评级。

图 15：港交所 PE（倍）

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：港交所盈利预测（单位：亿港元）

利润表（亿港元）	2024A	2025E	2026E	2027E
交易费及交易系统使用费	72	105	110	118
联交所上市费	15	25	26	27
结算及交收费	47	68	72	77
存管、托管及代理人服务费	11	16	17	18
市场数据费	11	12	12	13

其他收入	17	17	17	17
收入合计	**173**	**243**	**255**	**269**
投资收益净额	49	54	54	55
收入及其他收益	**224**	**298**	**310**	**325**
营运支出合计	-58	-75	-78	-81
EBITDA	**163**	**219**	**228**	**240**
税前利润	149	202	210	221
归母净利润	**131**	**179**	**186**	**196**

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

风险提示

1、权益市场大幅回调：若由于宏观经济持续下行，港股市场遭遇极端行情持续回调，对港交所业绩可能产生一定的影响。

2、上市制度改革不及预期：若港交所上市制度改革遭遇阻碍，对港交所业绩可能产生一定影响。

3、互联互通进展缓慢：若互联互通政策不及预期，对港交所业绩可能产生一定的影响。

4、美联储政策不确定性：若美联储持续加息，海外流动性不断收紧，可能影响港股流动性。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。