

# 中国银河(601881.SH/06881.HK)

## 投资交易稳中有进，业务均衡提速发展

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	18.51 元/11.17 港元
合理价值	22.16 元/13.45 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-08-30

### 核心观点:

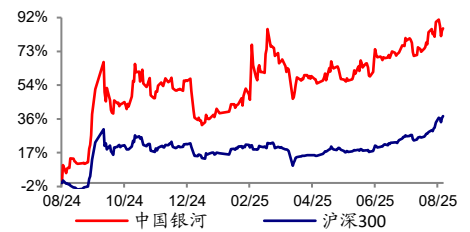
- **公司披露 2025 年中报，业绩稳健优秀，杠杆略有降低。**2025 上半年营业收入 138 亿元，同比+37.71%；归母净利润 64.88 亿元，同比+47.86%。2025Q2 单季度归母净利润 34.72 亿元，同比+25.96%。年化 ROE 升至 10.32%，净资产 1441.54 亿元，同比+8%；剔除代理款项的杠杆倍数由 2024 年末的 4.37 倍降至 2025H1 的 4.14 倍。
- **业务均衡发展，重资产占比稳定较高为 68%。**公司利润表显示①投资净收益(含公允)为 74.03 亿元，同比+48%；②投行业务收入 3.16 亿元，同比+19%。③经纪业务 36.47 亿元，同比+45%，其中代销收入 2.35 亿元，同比+53%。④资管(含基金) 2.68 亿元，同比+18%。⑤利息净收入 19.4 亿元，同比+5.5%，其中两融利息收入 27.47 亿元，同比+6%。
- **轻资产的投行业务稳中有进，金融科技助力财富管理生态升级。**境内股权承销市场排名第 8，并购业务市场排名第 7。香港完成 11 个港股 IPO 项目，承销 103 笔境外债，投行承销业务排名稳中有升。大资管业务，25H1 资管收入同比+18%。公司金融产品保有规模为 2141 亿元，较年初增长 1.4%；加快网点优势转为胜势，客户总数突破 1800 万。
- **重资产业务方面，上半年自营投资收益合计 87.3 亿元，同比+84%；**提升核心竞争力，多元化促进场外衍生品业务均衡发展，不断丰富产品矩阵提高服务输出能力；权益投资重视先进技术产业，高股息策略兼具收益和防御，固收交易策略持续丰富，客需类创新业务深化发展。
- **盈利预测与投资建议。**增量资金接力入市，流动性改善修复风险偏好。公司经纪与自营投资贡献较大利润弹性，发力零售及机构两端的客群及架构优化，国际化持续升级，预计公司 2025-2026 年归母净利润为 133 亿元、149 亿元，参考近五年 1.2X-2.0XPB 的估值中枢，公司景气度持续向上，给予公司 2025 年 1.7xPB 估值，A 股合理价值为 22.16 元/股；考虑 A/H 溢价，H 股合理价值为 13.45 港币/股，维持 **AH 股“买入”**评级。(HKD/CNY=0.92)
- **风险提示：**市场竞争加剧、波动加大导致业绩不达预期，佣金率下滑等。

### 盈利预测:

单位: CNY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33644	35471	41943	43520	48103
增长率(%)	0.0%	5.4%	18.2%	3.8%	10.5%
归母净利润(百万元)	7879	10031	13268	14882	17251
增长率(%)	1.5%	27.3%	32.3%	12.2%	15.9%
EPS(元/股)	0.72	0.92	1.21	1.36	1.58
市盈率(P/E)	25.69	20.18	15.25	13.60	11.73
市净率(P/B)	1.55	1.44	1.42	1.34	1.25

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 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:

中国银河 2025-04-29

(601881.SH/06881.HK):轻重资产均衡发展, 业绩回升弹性可期

中国银河 2025-03-31

(601881.SH/06881.HK):固收投资高增, 零售业务回暖

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

## 目录索引

一、盈利稳步增长，资产结构持续优化.....	4
(一) 营收同比+38%，归母净利润同比+48%.....	4
(二) 年化 ROE 升至 10.32%，杠杆率有所降低.....	4
(三) 营收结构均衡发展，重资产占比表现平稳.....	5
二、多业务协同发展，助力公司稳健增长.....	6
(一) 经纪业务收入激增，金融科技助力财富管理生态升级.....	6
(二) 资管业务：资产管理业务稳步增长，银河金汇产品体系优化提升.....	7
(三) 投行业务：投行业务稳中有进，多领域金融服务能力显著增强.....	8
(四) 自营投资业务表现亮眼，多元化投资策略推动收益增长.....	9
(五) 资本中介业务：受市场影响两融增加，股票质押风险可控.....	10
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 (%) (右轴)	4
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%) (右轴)	4
图 3: 中国银河杠杆率 (倍)	4
图 4: 中国银河剔除代理款项杠杆率 (倍)	4
图 5: 中国银河所有者权益及增速 (%) (右轴)	5
图 6: 中国银河加权年化 ROE (%)	5
图 7: 中国银河历年营业收入结构 (%)	6
图 8: 中国银河经纪业务收入	7
图 9: 中国银河代销金融产品业务收入及同比	7
图 10: 中国银河资管业务净收入及同比	8
图 11: 中国银河投行业务净收入及同比 (%) (右轴)	9
图 12: 中国银河自营投资收入及同比 (亿元, %)	9
图 13: 中国银河融资融券利息收入及同比 (亿元, %)	11
图 14: 中国银河 601881.SH 的 PB 估值和收盘价 (元)	11

## 一、盈利稳步增长，资产结构持续优化

### (一) 营收同比+38%，归母净利润同比+48%

2025年8月28日晚，中国银河发布2025年业绩中期报告。其中：营业收入138亿元，同比+38%；归母净利润64.88亿元，同比+48%。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比（%，右轴）

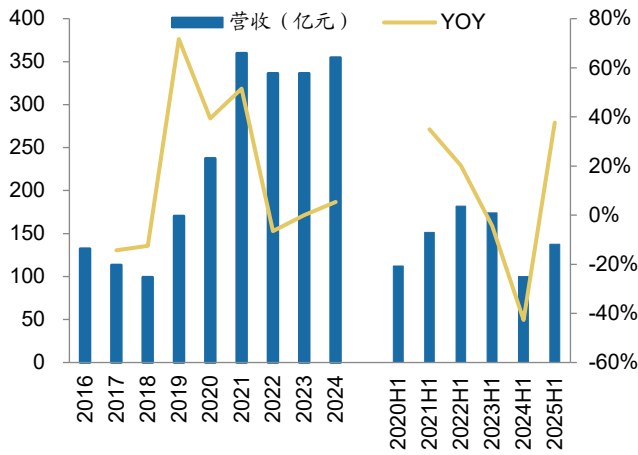
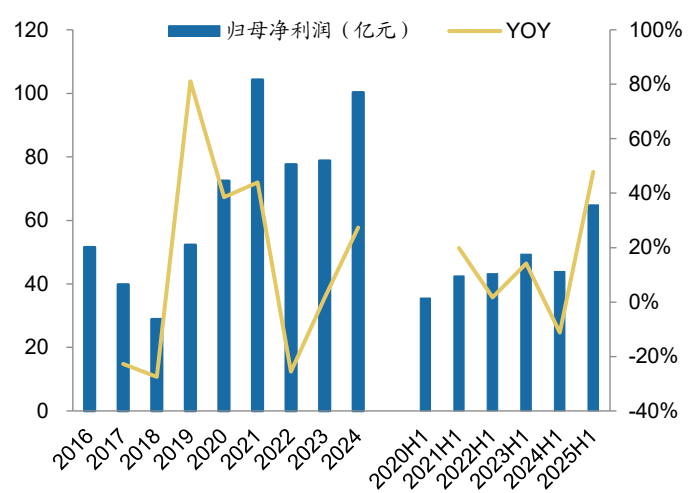


图 2：公司归母净利润（亿元）及同比（%，右轴）



数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

### (二) 年化 ROE 升至 10.32%，杠杆率有所降低

2025H1，中国银河净资产1441.54亿元，同比+8%；总资产7817.4亿元，同比+0.02%。中国银河整体杠杆率自2024年末的5.72倍降至2025H1的5.42倍。剔除代理款项的杠杆倍数由2024年末的4.37倍降至2025H1的4.14倍。

2025H1整体年化ROE为10.32%，较2024年末抬升3.06个百分点。

图 3：中国银河杠杆率（倍）

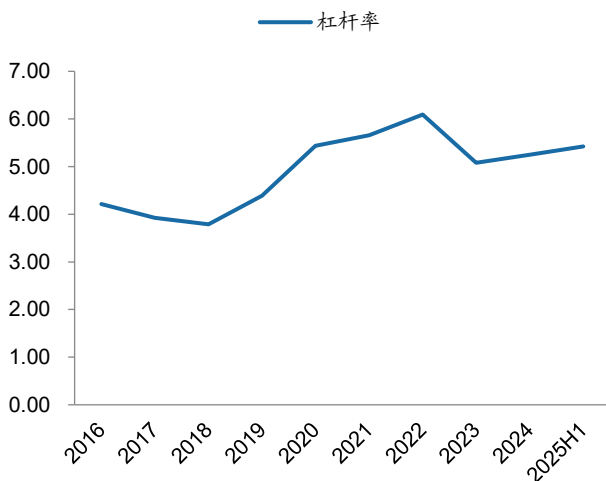
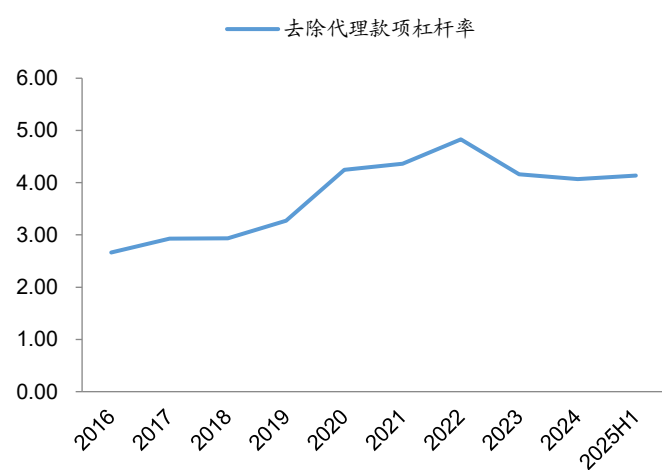


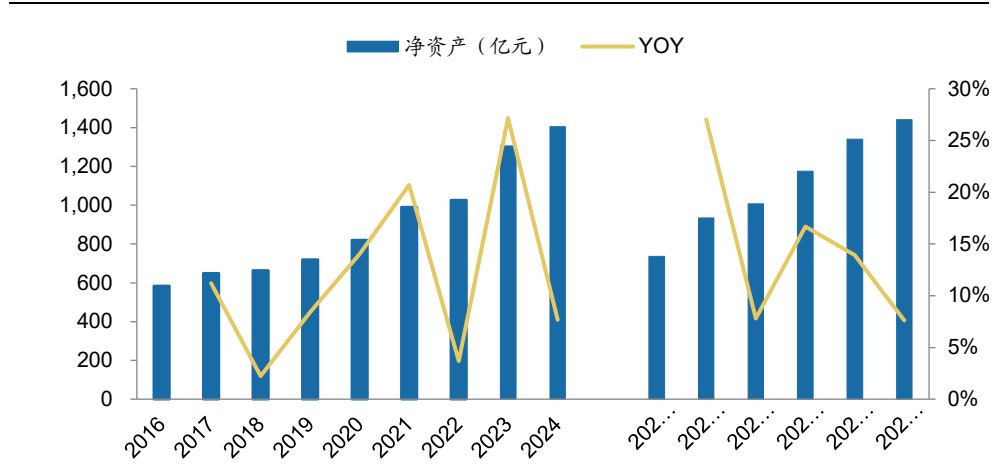
图 4：中国银河剔除代理款项杠杆率（倍）



数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

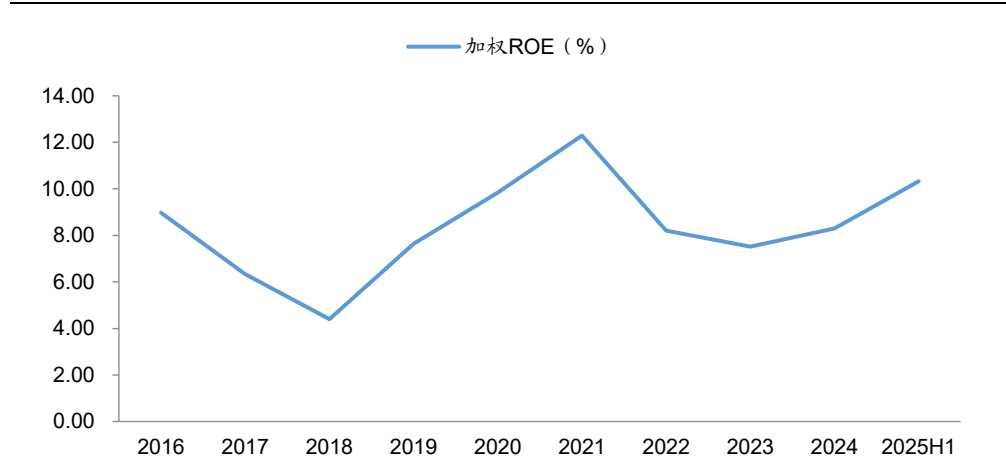
数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

图 5: 中国银河所有者权益及增速 (%，右轴)



数据来源: 中国银河年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 中国银河加权年化ROE(%)



数据来源: 中国银河年报&半年报, 广发证券发展研究中心

### (三) 营收结构均衡发展, 重资产占比表现平稳

2025H1, 中国银河营业收入结构如下:

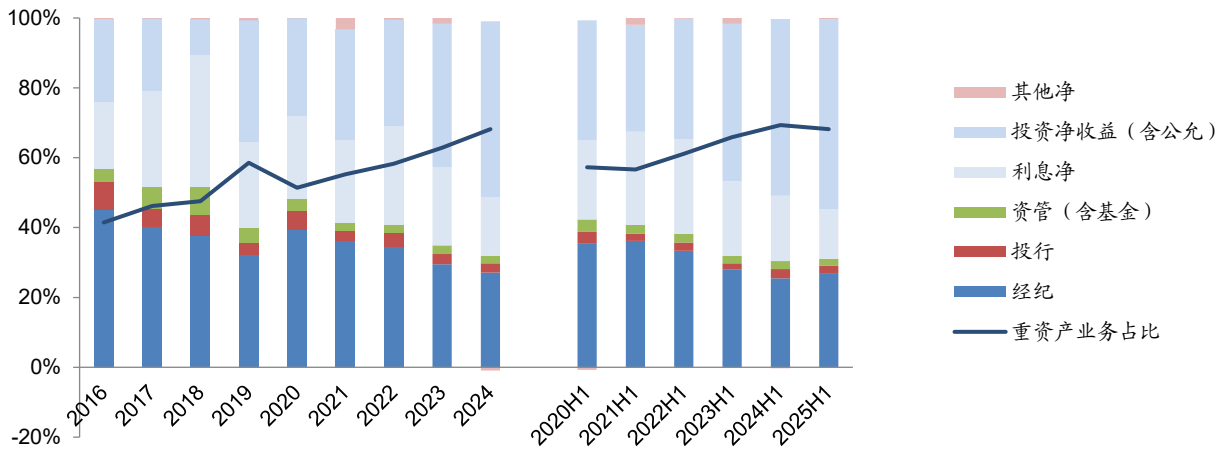
**投资净收益(含公允)**收入总计74.0亿元, 占净营收比重54.0%(其中投资收益72.55亿元, 公允价值变动损益1.48亿元)。

**经纪业务收入(证券+期货经纪)** 36.5亿元, 占总收入的26.6%。

**利息净收入**19.40亿元, 占14.2%。

**2025H1重资产业务占比表现平稳, 达到68.2%, 同比降低1.14pct.**

图 7：中国银河历年营业收入结构（%）



数据来源：中国银河年报&半年报、广发证券发展研究中心

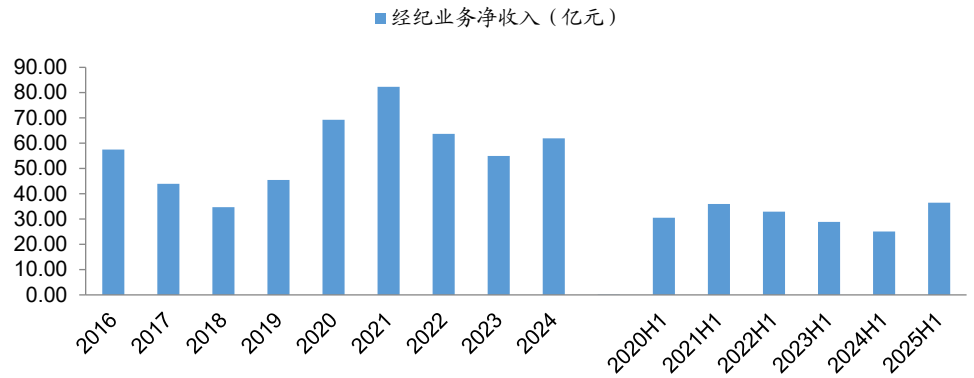
## 二、多业务协同发展，助力公司稳健增长

### （一）经纪业务收入激增，金融科技助力财富管理生态升级

2025 年上半年，公司经纪业务收入37亿元，同比+45%。

公司始终坚持与国家同频共振、与伙伴同行共创、与客户同心共进，聚焦不同客群需求场景，不断迭代升级交易体系，形成更具多样性、稳定性、持续性的服务生态。持续提升专业化、国际化服务水平，推动财富管理业务境内外一体化发展，深化“ONECGS”发展内涵。积极践行“用生态替代业务，用场景替代营销”理念，兼顾单一投资交易需求、组合配置需求和一站式全生命周期综合金融服务需求，进而满足各类客户的差异化、个性化需求。深化客户管理，打造更加精细化的客群运营管理模式，依托线上数字化平台及线下分支机构网点优势，多渠道稳慎拓展新客入口，深耕存量客户，加大全旅程、全场景服务触达和互动。积极开展金融科技在财富管理领域的增量创收、技术赋能和一体化协同，有效探索数字人智能服务，打造网格智能交易行业品牌，形成从用户洞察到价值创造的增长闭环。截至报告期末，公司客户总数突破1,800万户，其中ETF交易账户数保持行业前5位。

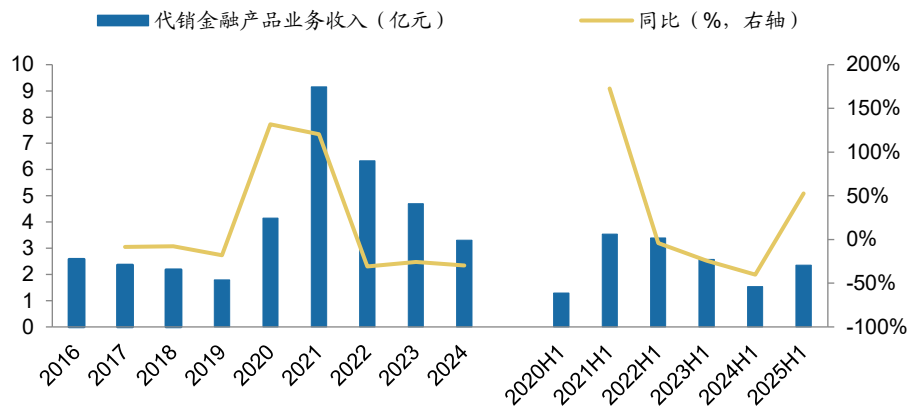
图 8: 中国银河经纪业务收入



数据来源: 中国银河年报&半年报, 广发证券发展研究中心

中国银河2025半年实现代销金融产品收入2.35亿元, 同比增加52.7%。截至报告期末, 公司金融产品保有规模为人民币2,141.47亿元, 较年初增长1.4%, 其中普惠金融产品保有规模超人民币1,600亿元; 公司投资顾问人数4,111人, 较年初增加313人; 个人养老金累计开户超过18万户; “金·耀”资产配置系列产品规模突破人民币22亿元, 较年初增长102.0%。

图 9: 中国银河代销金融产品业务收入及同比

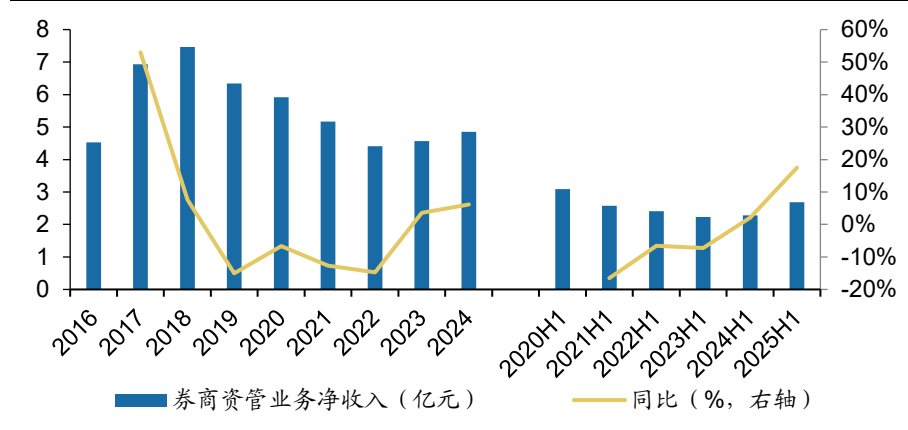


数据来源: 中国银河年报&半年报, 广发证券发展研究中心

## (二) 资管业务: 资产管理业务稳步增长, 银河金汇产品体系优化提升

公司资产管理业务方面收入包含资管+旗下证券资产管理子公司。上半年资产管理业务实现收入2.68亿元, 同比+18%。

图 10：中国银河资管业务净收入及同比



数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

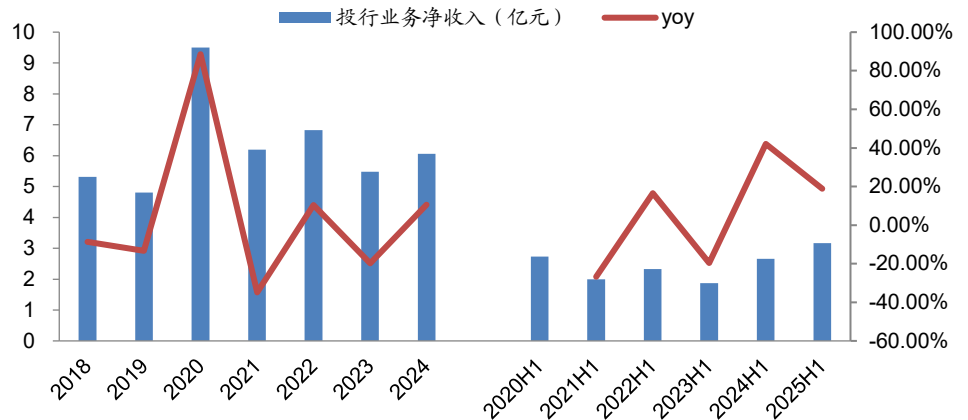
2025H1，银河金汇围绕“规范化、体系化”建设主线，聚焦客户深耕，深入推进完善风险内控长效机制，持续强化集团内部协同，逐步探索建立精品化券商资产管理之路。持续推动投研体系建设，秉持长期投资、价值投资理念，不断完善研究框架和方法论体系，努力提升研究深度和投资能力，推动管理产品整体业绩表现优良，部分产品业绩跻身市场前列。持续构建多元化产品体系，产品结构得到进一步优化和提升。持续推动大运营工作理念和模式机制更新，聚焦新业务发展模式，构建强化高效融合的运营体系，打造前中后一体化工作模式，系统性优化业务流程，运营效率得到全面提升。2025 年上半年，银河金汇实现营业收入2.54亿元，同比+6.7%；净利润0.35亿元，同比+29.6%。

### （三）投行业务：投行业务稳中有进，多领域金融服务能力显著增强

公司持续发挥投行功能性作用，加强专业能力和项目储备，夯实基础稳健展业，并进一步优化跨境协同展业机制，多市场全链条综合金融服务能力显著提升。在服务健康中国战略、做好“普惠金融”大文章方面，分别作为保荐机构和主承销商完成超研股份创业板IPO和爱博医疗再融资项目；在稳固国家金融体系发展根基方面，作为主承销商助力邮储银行完成人民币1,300亿元再融资；在服务新质生产力发展、做好“科技金融”大文章方面，作为上市公司独家财务顾问完成赛力斯汽车购买深圳引望10%股权重大资产重组项目；在服务绿色经济发展方面，完成乐山电力再融资项目等。2025H1，中国银河投行业务实现收入3.16亿元，同比+18.87%。

报告期内，公司完成1单IPO项目、4单再融资项目、2单新三板定向发行项目；根据Wind统计，报告期内，公司股权承销规模为人民币205.98亿元，市场排名第8，重大资产重组交易规模为人民币115.00亿元，市场排名第7。

图 11: 中国银河投行业务净收入及同比 (%)，右轴

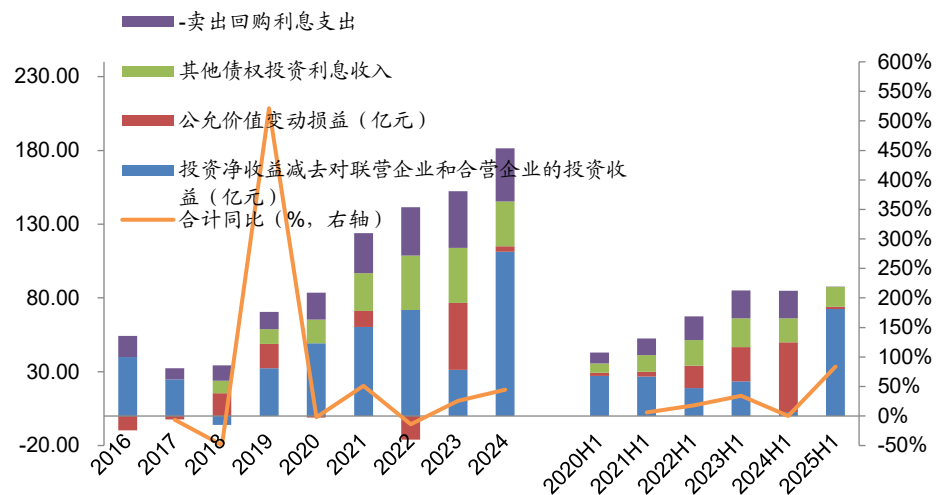


数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

#### (四) 自营投资业务表现亮眼，多元化投资策略推动收益增长

自有资金投资业务方面：2025上半年，中国银河集团实现自营投资收益合计87.3亿元，同比+83.8%，其中投资收益72.51亿元，同比+2573.4%；实现公允价值变动损益1.48亿元，同比+96.9%，其他债权投资利息收入13.50亿元，同比-16.7%。

图 12: 中国银河自营投资收入及同比 (亿元, %)



数据来源：中国银河年报&半年报，广发证券发展研究中心

2025H1，资本市场改革举措不断推出，A股和港股IPO保持活跃态势，一级股权投资市场募资和投资端热度有所回升，退出端仍处于低位运行。银河源汇始终坚持服务国家战略，聚焦科技“自主创新”关键领域，积极做好“科技金融”大文章，持续关注国家重大科技项目和未来前沿型产业，敏锐捕捉重要产业链中关键环节投资机会，重点布局细分领域龙头企业，报告期内批准新增投资金额人民币4.4亿元。以金融产品配合股权投资，积极构建中长期优质投资组合，兼顾资金收益及使用效率，及时调整组合配置，实现稳健收益。继续强化协同定位，助力被投企业IPO和并购重组，

全力为企业投后增值赋能，持续打造有良好声誉的“专精特新”型券商另类投资平台和银河源汇市场品牌。银河源汇营业收入1.25亿元，同比+1062%；净利润0.74亿元，同比+188%。

2025H1，公司着眼于提升核心竞争力，多元化促进场外衍生品业务均衡发展，不断丰富产品矩阵提高服务输出能力。积极响应服务实体经济和产业客户需求，上线并发布多个银河自研策略指数，有效挖掘实体企业在生产经营过程中的产融结合痛点，不断满足中长期资金的风险管理需要。加快推进基础设施建设，推动跨境衍生品业务全流程线上化闭环，充分利用公司海外机构的销售网络和跨境交易能力，吸引海外投资者投资国内市场。

固定收益业务方面，公司开展固定收益创新业务成果丰硕，达成银行间首批3年期和7年期国开债标准债券远期实物交割、1年期同业存单标准利率互换及首笔集中清算的长期利率互换，落地首笔科创债双向债券借贷、上交所首批“ABS+科创债”借贷和人民币铁矿石掉期中央对手清算业务，发行市场首单挂钩“上清所科创债券指数”收益凭证，完成首笔上海碳排放配额（SHEA）交易，推出首批债券借贷主题债券篮子，作为首批科技创新债券篮子创设及报价机构，达成银行间首笔科创企业债自组篮子交易。25H1，公司获得上海清算所A类普通清算会员资格，荣获上交所一季度“债券交易投资菁英”、“债券做市菁英”及“流动性支持菁英”，中国外汇交易中心月度“X-Lending之星”、“X-Bond国开债之星”、“iDeal意向成交之星”、“标债之星”、“标互之星”、“新老券策略之星”、“债券篮子报价之星”、“债券篮子投资之星”及标债活跃机构、标互活跃机构、通用回购活跃机构等荣誉。

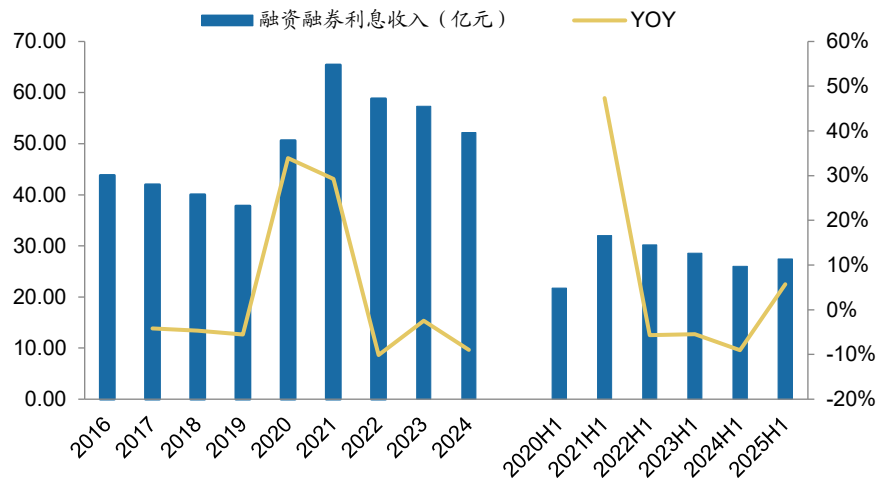
权益投资方面公司结合自身业务特点和资源禀赋，准确把握市场行情，着力加强在AI芯片、量子计算、生物医药、新能源材料、空天科技等先进技术领域的前瞻性研究，投资布局相关产业链和个股，取得阶段性优异的投资业绩。持续参与央行互换便利项目，充分发挥耐心资本和压舱石作用，维护资本市场稳定，提振投资者信心。高股息策略兼具收益和防御的同时，积极助力“一带一路”发展，服务高水平对外开放，成为穿越周期的稳健之选。

#### （五）资本中介业务：受市场影响两融增加，股票质押风险可控

据wind数据，2025上半年沪深两市两融余额1.85万亿元，同比上涨25%；

公司两融利息收入27.47亿元，同比+5.7%；买入返售利息收入4.69亿元，同比+7.7%。

图 13: 中国银河融资融券利息收入及同比 (亿元, %)

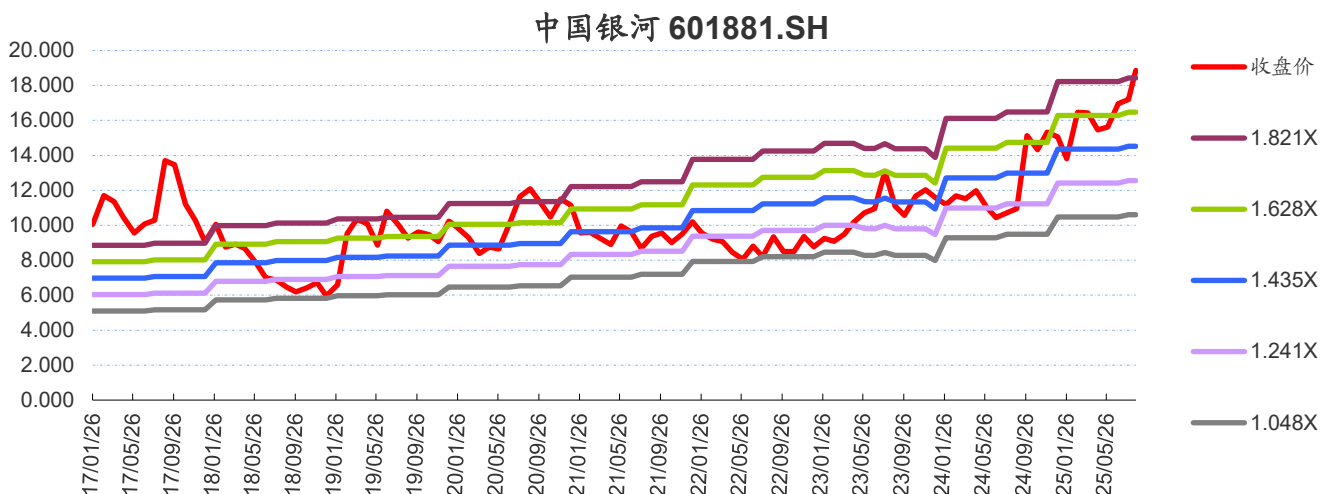


数据来源: 中国银河年报&半年报, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

增量资金接力入市, 流动性改善修复风险偏好, 证券行业估值和基金持仓双低, 行业估值修复空间可期。公司经纪与自营投资贡献较大利润弹性, 发力零售及机构两端的客群及架构优化, 国际化持续升级, 公司有望迎来新的突破。预计公司 2025-2026 年归母净利润为 133 亿元、149 亿元, 参考近五年 1.2X-2.0XPB 的估值中枢, 公司景气度持续向上, 给予公司 2025 年 1.7xPB 估值, A 股合理价值为 22.16 元/股; 考虑 A/H 溢价, H 股合理价值为 13.45 港币/股, 维持 AH 股“买入”评级。(HKD/CNY=0.92)

图 14: 中国银河 601881.SH 的 PB 估值和收盘价 (元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、风险提示

行业竞争加剧；市场波动加大导致业绩不达预期；佣金率下滑、投行竞争加大、直投业绩贡献不达预期；行业政策变动；权益市场调整、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					
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	41943	43520	48103	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	13013	12088	13880	固定资产	535	563	563	563	563
利息净收入	4163	3849	4808	5508	6328	无形资产	821	848	848	848	848
其他收入	15173	12736	13373	14042	14744	商誉	1033	1067	1067	1067	1067
营业支出	25428	24943	29296	29334	31660	其他资产	312863	333244	344698	360743	378423
管理费用	10372	11414	15519	15232	16836	负债总额	532711	596971	671826	757477	858424
其他支出	14852	12948	12972	13621	14302	代理买卖证券款	120262	165569	178815	193120	208569
营业利润	8216	10528	12648	14185	16444	其他负债	412449	431402	493011	564358	649854
营业外	88	13	2	2	2	权益总额	130495	140499	142572	151135	161504
利润总额	8134	10519	12649	14187	16446	归属于母公司所有者权益	130466	140481	142553	151115	161483
所得税	250	488	632	709	822	少数股东权益	28	19	19	20	22
净利润	7884	10031	13282	14897	17268						
归母净利润	7879	10031	13268	14882	17251						
少数股东损益	5	84	13	15	17						
综合收益	9386	14965	13268	14882	17251						
归属母公司股东综合收益	9381	14965	13255	14867	17233						
少数股东综合收益	5	84	13	15	17						
<b>主要财务比率</b>											
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
<b>成长能力</b>											
营业收入增长	0.0%	5.4%	18.2%	3.8%	10.5%						
归属母公司净利润增长	1.5%	27.3%	32.3%	12.2%	15.9%						
<b>获利能力</b>											
净利率	23%	28%	32%	34%	36%						
ROA	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%						
ROE	6.0%	7.1%	9.3%	9.8%	10.7%						
<b>估值比率</b>											
P/E	25.69	20.18	15.25	13.60	11.73						
P/B	1.55	1.44	1.42	1.34	1.25						

## 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：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：资深分析师，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：高级分析师，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：高级分析师，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	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。