

金融服务

2011年11月21日



广发证券 (000776)

——定向增发融资催化创新业务加速

报告原因：上市公司调研

增持

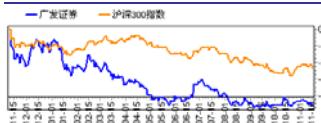
维持

市场数据:	2011年11月18日
收盘价(元)	30.15
一年内最高/最低(元)	57.3/29.63
上证指数/深证成指	2467/10313
市净率	2.9
息率(分红/股价)	8.14
流通A股市值(百万元)	23791

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2011年09月30日
每股净资产(元)	10.64
资产负债率%	59.53
总股本/流通A股(百万)	2960/775
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

董樑 A0230511040003
dongliang@swsresearch.com

研究支持

何宗炎
hezy@swsresearch.com
(8621)23297818×7438

联系人

李怡涵
(8621)23297818×7201
liyh@swsresearch.com
地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2010	1018	20239	4198	-66	1.61	56	20.8	19	N.A.
2011Q3	4095	-29	1522	-46	0.53	46	5.0	22	N.A.
2011E	6290	-38	2401	43	0.79	51	7.2	38	N.A.
2012E	7890	25	3130	30	1.03	53	8.8	29	N.A.
2013E	9411	19	3734	19	1.23	53	9.7	25	N.A.

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 定向增发融资催化创新业务加速。**2011年8月公司定向增发融资120亿元，定向增发融资将使公司加大对创新业务的投入，从而推动创新业务加速增长。根据预算，其中40亿资金投向子公司，2011年向广发期货公司增资7亿元、广发香港增资10亿元，向直投子公司广发信德增资20亿元。此外成立20亿元规模的专业自营子公司。
- 2010年底出售广发华福解决“一参一控”问题加速开展“三新”业务。**开展“三新”业务（即开展新业务、设立新网点和发行新产品）将大幅提升公司盈利能力，公司营业部家数从2010年的189提升至2011年的199家，预计未来随着新设网点数量的效果开始显现，公司的经纪业务市场份额将逐步提升，预计2011-13年公司市场份额分别为4.15%、4.20%和4.30%；2011年公司集合理财规模增长1倍，预计2011-2013年公司集合理财的规模分别为90亿元、160亿元和200亿元，带来资产管理收入分别为1.11亿元、2.06亿元、2.97亿元；创新业务既是我国证券行业未来的一个发展趋势，又能够优化券商的收入结构，降低券商业绩波动，同时增强券商的盈利能力。
- 公司加大融资融券业务推进力度，市场份额有望提升。**预计公司在2012年双融业务的市场份额将增加至9%，将给公司贡献10.9亿元收入，贡献7.6亿净利润，比2011年增长4倍，占2012年净利润的24%。
- 公司创新业务加速将在未来2-3年逐渐显现，给予公司增持评级，目标价为34.04元。**预计2011-2013年EPS分别为0.79元、1.03元和1.23元，12和13年增速分别为30%和19%，对应当前股价PE分别为38、29和25倍。

投资案件

投资评级与估值

公司创新业务加速将在未来 2-3 年逐渐显现，给予公司增持评级，目标价为 34.04 元，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.79 元、1.03 元和 1.23 元，12 和 13 年增速分别为 30% 和 19%，对应当前股价 PE 分别为 38、29 和 25 倍。

关键假设点

市场环境在 2012 年不出现大幅下滑，股基成交额 50 万亿；

2011 年底双融业务标的证券扩容和转融通进行实质性进展。

有别于大众的认识

市场可能担心：公司业绩在 2011 年大幅下滑，在 2012 年很难有大的起色。

我们认为，公司定向增发融资将催化创新业务加速。定向增发融资将使公司加大对创新业务的投入，从而推动创新业务加速增长；2010 年 12 月公司出售广发华福全部股权，解决证监会要求的“一参一控”问题，公司可以开展“三新”业务，即开展新业务、设立新网点和发行新产品。开展“三新”业务将大幅提升公司盈利水平；公司具有营业部客户基础、资金基础和加大双融业务推广力度，预计公司在 2012 年双融业务的市场份额将增加至 9%，给公司贡献 10.9 亿元收入，贡献 7.6 亿净利润，占 2012 年净利润的 24%，大幅提升 2012 年 EPS，增长 30%。

股价表现的催化剂

监管层关于创新业务的推出和双融业务的深化。公司资本金充足，具备开展创展业务的实力，监管层推出创新业务提升公司盈利水平；双融业务深化既能直接提升券商业绩，又能发挥与传统经纪业务的协同作用，增强券商的业绩弹性。

核心假设风险

市场环境大幅下滑；创新业务和双融业务进展缓慢。

目 录

1. 定向增发融资催化创新业务加速.....	3
2. 出售华福解决一参一控开展三新业务	4
3. 加大双融业务推进力度，提升市场份额.....	6
4. 2012 年净利润增长 30%	8

1. 定向增发融资催化创新业务加速

公司于 2010 年 2 月借壳延边公路上市，上市以来至 2011 年 8 月未进行融资，因此相对相同规模的其他券商公司净资本明显偏低。

表 1：增发之前广发净资本明显偏低（单位：亿 个）

	净资本	营业收入	资产负债率	营业部数量
中信证券	410.5	277.95	53.7%	151
海通证券	324.6	97.68	60.5%	188
华泰证券	216.58	89.00	70.7%	189
广发证券	119.63	102.19	79.7%	194
光大证券	176.47	50.54	61.6%	112
招商证券	140.63	64.86	74.9%	83

资料来源：申万研究

公司于 2011 年 8 月 16 日以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 45,260 万股人民币普通 A 股，发行价格为 26.91 元/股，募集资金净额 120 亿元。本次 10 名发行对象认购的股票限售期均为 12 个月，预计上市流通时间为 2012 年 8 月 26 日。

表 2：10 名投资者认购情况

投资者全称	认购价格（元/股）	获配股数（万股）	认购总金额(亿元)	限售期（月）
揭阳市信宏资产管理中心（有限合伙）	26.91	6,680	17.98	12
酒泉钢铁（集团）有限责任公司	26.91	6,000	16.15	12
上海海博鑫惠国际贸易有限公司	26.91	6,000	16.15	12
业全球基金管理有限公司	26.91	6,000	16.15	12
安徽华茂纺织股份有限公司	26.91	6,000	16.15	12
汇添富基金管理有限公司	26.91	6,010	16.17	12
中国电子科技集团公司	26.91	3,000	8.07	12
工银瑞信基金管理有限公司	26.91	2,050	5.52	12
华夏基金管理有限公司	26.91	2,000	5.38	12
华商基金管理有限公司	26.91	1,520	4.09	12
合计	26.91	45,260	121.79	

资料来源：申万研究

定向增发融资催化创新业务加速。在发行之前，公司净资本相对较少，因此创新业务发展相对缓慢，定向增发融资将使公司加大对创新业务的投入，从而推动创新业务加速增长。

表 3：2010 年公司创新业务收入占比较低（单位：亿元）

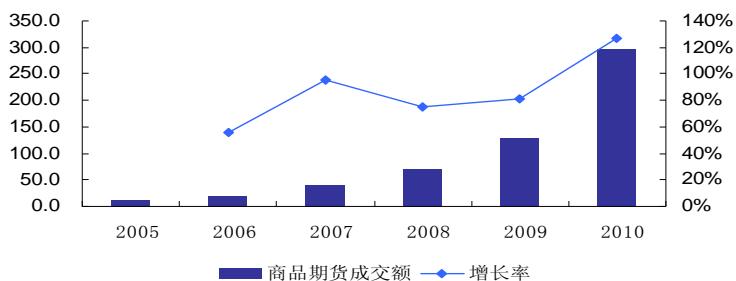
	控股比例	注册资本	总资产	净资产	营业收入	利润总额	净利润	收入占比
广发期货	100%	4	48.37	5.73	2.91	1.23	0.93	2.85%
广发信德投资	100%	13	16.38	15.52	0.05	0.010	0.012	0.05%
广发控股（香港）	100%	2.3	6.00	2.01	0.43	0.07	0.01	0.42%

资料来源：申万研究

公司募集 120 亿元的资金，根据预算，其中 40 亿资金投向子公司，2011 年向广发期货公司增资 7 亿元、广发香港增资 10 亿元，向直投子公司广发信德增资 20 亿元。此外成立 20 亿元规模的专业自营子公司。增资之后，广发期货的注册资本达到 11 亿元，广发香港公司注册资本达到 6.8 亿港元，广发信德注册资本增加至 15 亿元。

期货业务快速增长，增资广发期货进一步提高广发期货的盈利水平和市场占有率。2007-2010 商品期货的成交额从 41 万亿增加到 296 万亿，年增长率都在 60% 以上，2010 年增长率达到 127%。股指期货从成立以来，日均成交额 2067 亿元，给期货公司增加一笔可观的额外收入。股指期货成交额与沪深 300 的成交额时间趋势相同。增资广发期货后，预计广发期货的年收入将达到 5 亿元水平。

图 1：商品期货交易额快速增长



资料来源：CEIC 申万研究

增资广发香港加快国际化战略。国际化战略是国内大型券商的重要战略之一，也是中国券商未来的发展方向。广发香港是公司实施国际化战略的重要组成部分，下设四家全资子公司：广发融资（香港）有限公司、广发证券（香港）经纪有限公司、广发资产管理（香港）有限公司、广发投资（香港）有限公司。增资广发香港之后，将大幅增强广发香港的实力，营业收入有望突破 1 亿元。

增资广发信德有望在接下来两年收获。广发信德为直投公司，按照监管层的要求，从事直投业务的资金不能超过公司净资产的 15%，公司增资之后，公司的净资产达到 300 亿元，广发信德的业务上限增加至 45 亿元，公司加大对信德的投资，将在接下来的 2 年将受益。

2. 出售华福解决一参一控开展三新业务

2010 年 12 月公司出售广发华福全部股权，解决证监会要求的“一参一控”问题，公司可以开展“三新”业务，即开展新业务、设立新网点和发行新产品。开展“三新”业务将大幅提升公司盈利水平。

公司加大网点布局，新设网点。2010 年底，公司解决“一参一控”问题之后，加大设立新网点的步伐，2011 年 1 月公司获准在广州市黄埔区、佛山市南海区、揭阳市榕城区、阳江市江城区、河源市源城区各设立 1 家证券营业部；2011 年 6 月公司获准在北京市石景山区、深圳市宝安区、上海市松江区、广西壮族自治区柳州市柳

北区、河南省驻马店市驿城区各设立 1 家证券营业部。公司营业部家数从 2010 年的 189 提升至 2011 年的 199 家。营业部家数的提升将提升公司经纪业务的市场份额和融资融券的市场份额。2011 年上半年公司的股基交易市场份额为 4.13%，同比增长 1.84%。预计未来随着新设网点数量的效果开始显现，公司的经纪业务市场份额将逐步提升，预计 2011-13 年公司市场份额分别为 4.15%、4.20% 和 4.30%。公司很多营业部在广东地区具有一定的地域优势，因此佣金率高于行业平均水平，2011 年上半年为 0.085%，保守预计全年佣金率水平为 0.078%；预计 2012-2013 年公司佣金率水平为 0.072% 和 0.070%。

发行新产品，公司资管规模大幅增长。2011 年上半年，公司共计发行成立一只大集合，二只小集合理财产品，合计募资 52.51 亿元。截至 2011 年 6 月 30 日，公司集合理理财产品受托资产净值规模为 90.42 亿元，比 2010 年底的 45.3 亿的规模增长一倍。券商资产管理业务规模较小，但增长迅速、前景巨大。目前市场上主要的理财产品有银行理财产品、信托、基金和券商集合理财产品。从规模来看，券商集合理财业务总规模仍然偏小，目前只有 1370 亿元，相对于公募基金 2.36 万亿的总规模，券商集合理财产品只相当于其规模的 5.8%；其他类别的理财产品规模也都在 2 万亿以上，如私募基金规模在 2-3 万亿左右，信托理财产品的规模为 3.7 万亿；银行理财产品的规模为 5 万亿。相对于其他理财产品的规模，券商集合理财产品规模很小。近年来券商的集合理财的规模也在迅速增长，每年保持 30% 的速度增长，并且未来发展空间巨大。预计 2011-2013 年公司集合理财的规模分别为 90 亿元、160 亿元和 200 亿元，带来资产管理收入分别为 1.11 亿元、2.06 亿元、2.97 亿元。

图 2：券商理财产品规模很小，发展空间巨大

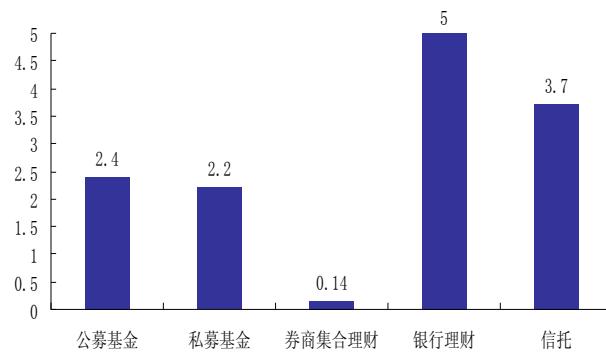
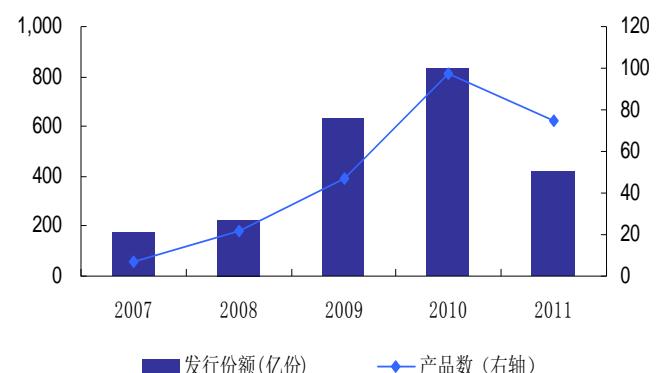


图 3：券商理财产品增长迅速（单位：亿 只）



资料来源：Wind （单位：万亿）

资料来源：Wind

开展新业务提升盈利水平。创新业务既是我国证券行业未来的一个发展趋势，又能够优化券商的收入结构，降低券商业绩波动，同时增强券商的盈利能力。目前已推出的创新业务包括：直投业务、股指期货、融资融券等，接下来即将推出和深化的创新业务有：新三板扩容、融资融券转融通和转常规、资产管理办法由审批制转为备案制、股票约定式回购业务、ETF 做市商业务、国际板等。广发解决“一参一控”问题，并且定向融资增强了公司实力，公司将在开展创新业务方面处于行业前列水平。

3. 加大双融业务推进力度，提升市场份额

公司加大融资融券业务推进力度，市场份额有望提升。与公司的营业部个数和公司的收入规模相比，公司双融业务市场明显偏低，截止 2011 年 9 月，公司双融业务的市场份额为 6.44%，明显低于规模与其相当的海通、招商、光大、中信、华泰。

公司双融业务市场份额偏低有两个原因：（1）在融资融券试点初始阶段，公司对于政策解读偏谨慎，对双融业务持谨慎态度，推广力度不大；（2）双融业务的开展中，融资业务占 98% 的比例，试点阶段融资业务全部来自券商自有资金，而公司资本金相对缺乏。

表 4：各券商融资融券余额和与市场份额（单位：亿元 %）

	深市	沪市	沪深	市场份额
海通证券	16.49	20.54	37.04	11.03%
国泰君安证券	12.29	18.19	30.48	9.07%
招商证券	8.91	17.98	26.89	8.01%
中信证券	7.87	17.76	25.62	7.63%
光大证券	9.25	15.76	25.01	7.44%
华泰证券	7.77	15.23	23.01	6.85%
银河证券	7.74	14.96	22.70	6.76%
广发证券	9.43	12.19	21.62	6.44%
国信证券	8.85	12.49	21.34	6.35%
申银万国证券	7.38	12.07	19.45	5.79%
安信证券	3.17	5.82	8.99	2.68%
兴业证券	3.40	4.93	8.32	2.48%
宏源证券	3.29	3.96	7.25	2.16%
长江证券	2.02	4.60	6.62	1.97%
东方证券	2.51	3.42	5.93	1.76%
方正证券	1.62	2.75	4.37	1.30%
齐鲁证券	1.37	2.92	4.29	1.28%
国元证券	1.30	2.30	3.60	1.07%
西南证券	0.79	1.81	2.60	0.77%
市场总额	128.09	207.82	335.91	100.00%

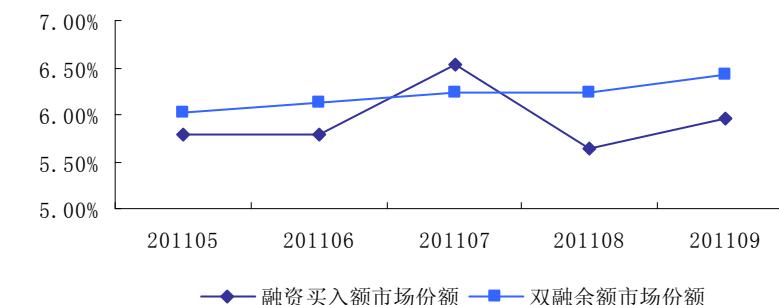
资料来源：上交所、深交所网站 申万研究（以上份额为截止 9 月底数据）

公司定向增发融资后将加大双融业务推进力度，双融业务市场份额有望大幅提升。随着监管层出台正式融资融券管理办法和转融通管理办法，明确大力发展战略融资融券业务，公司也将加大双融业务的推广力度，公司的市场份额有望大幅提升：（1）双融业务是对营业部的经纪业务的客户进行推广开发，公司目前拥有 199 家营业部，营业部家数处于行业前列，明显多于海通、中信、光大和招商，具有广泛的客户基础；（2）公司定向增发融资之后，资本金充足，具有资金基础；（3）双融业务的发展政策方向明确，调研了解到公司明显加大双融业务推广力度。

图 4：2011 年 5 月之后公司双融业务市场份额不断增加

资料来源：上交所、深交所 申万研究

公司双融业务中，融资融券余额的市场份额为 6.4%，而每月融资买入额的市场份额更低，只有不到 6%，市场份额明显偏低，这也印证在试点初期公司关于双融业务持谨慎态度，随着公司定向增发融资后，大力推进双融业务，双融业务的市场份额将有一定的提升空间，根据公司的营业部家数和经纪业务市场份额基础，其市场份额有望提升至 9%。

图 5：公司双融业务市场份额较低，具有提升空间

资料来源：上交所、深交所 申万研究

双融业务将在 2012 年给公司贡献 7.6 亿净利润，比 2011 年提升 4 倍，占 2012 年净利润的 24%。根据我们在 2011 年 10 月 11 日关于双融业务深度报告《双融业务深化将显著提升上市券商盈利水平》中对双融业务的详细的测算，保守估计，2012 年的融资融券交易占比将达 4.4%，融资融券余额将达到 1600 亿元；2012 年将双融业务将给券商行业贡献 122 亿收入。预计公司在 2012 年双融业务的市场份额将增加至 9%，则双融业务将给公司贡献 10.9 亿元收入，而双融业务是在经纪业务客户基础上的深开发，净利润率较高，将贡献 7.6 亿净利润，占 2012 年净利润的 24%。双融业务在 2011 年给公司贡献利润为 1.5 亿元，因此 2012 年双融业务对公司利润贡献增加 4 倍。

表 5：2012 年双融利润贡献达 24%（单位：亿元 %）

	2011	2012
行业交易占比	1. 30%	4. 40%
行业融资融券余额	500	1600
行业收入贡献	33	122
公司市场份额	6. 44%	9%
公司收入贡献	2. 13	10. 98
公司利润贡献	1. 5	7. 6
公司利润占比	6. 25%	24%

资料来源：申万研究

4. 2012 年净利润增长 30%

公司定向增发融资催化创新业务加速，2012 年净利润增长 30%。我们预计 2011 年全市场股基交易额为 47 万亿，投行 IPO 融资额为 3000 亿元，公司营业收入 62.9 亿元，净利润 24 亿元，EPS 为 0.79 元；预计 2012 年全行业股基交易额为 50 万亿，投行 IPO 融资额为 3500 亿元，公司营业收入为 78.9 亿元，净利润 31.3 亿元，EPS 为 1.03 元，较 2011 年增长 30%。

公司创新业务加速将在未来 2-3 年逐渐显现，给予公司增持评级，目标价为 34.04 元，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.79 元、1.03 元和 1.23 元，12 和 13 年增速分别为 30% 和 19%，对应当前股价 PE 分别为 38、29 和 25 倍。

表 6：2012 年公司 EPS 增加 30%（单位：百万元 %）

	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	10219	6290	7890	9411
手续费及佣金净收入	6812	4374	4976	5579
其中：代理买卖证券业务净收入	5430	3422	3635	3969
证券承销业务净收入	798	841	1135	1313
受托客户资产管理业务净收入	85	112	206	297
利息净收入	796	900	1411	2175
投资净收益	2579	975	1445	1595
公允价值变动净收益	26	12	22	19
其他业务收入	9	28	36	42
二、营业支出	4578	2994	3598	4291
营业税金及附加	395	302	379	452
管理费用	4174	2642	3156	3764
其他业务成本	2	50	63	75
三、营业利润	5641	3296	4292	5120
减：营业外支出	81	94	118	141
四、利润总额	5688	3202	4174	4978
减：所得税	1489	800	1043	1245
五、净利润	4198	2401	3130	3734
减：少数股东损益	171	60	78	93

归属于母公司所有者的净利润	4027	2341	3052	3640
六、每股收益：				
股本(百万)		2960	2960	2960
每股收益(元)	1. 62	0. 79	1. 03	1. 23
同比增速		-51%	30%	19%

资料来源：申万研究

从公司分部估值来看，公司营业部家数在行业中处于领先水平，并且开展三新业务之后家数增长较快，给予经纪业务行业平均水平 20 倍 PE 估值水平，由于对未来两年的股基交易额股基相对保守，因此经纪业务市场价值为近四年的平均值，为 417 亿元，对应每家营业部价值为平均 2.1 亿元。公司投行业务也给予 20 倍的 PE，公司投行业务近四年的平均价值为 109 亿元。

表 7：经纪业务估值（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013
代理买卖证券净收入	5430	3422	3635	3969
利息收入	771	737	689	758
经纪业务收入	6201	4159	4324	4727
营业利润率	62%	57%	55%	54%
收益	2884	1778	1784	1914
PE	20	20	20	20
估值	57673	35563	35672	38286

资料来源：申万研究

表 8：投行业务估值（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013
投行业务	798	841	1135	1313
营业利润率	77%	70%	70%	70%
收益	461	441	596	689
PE	20	20	20	20
投行业务估值	9214	8826	11916	13789

资料来源：申万研究

公司的资产管理业务分为三个部分：集合理财、广发基金和易方达基金；对三部分估值我们采用常用的方法，即市值与资产管理规模比值的方法，根据市场基金转让的价格，资产管理的市值近似为资产管理的规模的 8%，由此计算公司资产管理的价值为 100 亿元。公司的自营业务给予 1 倍的 PB，即 210 亿元。

此外，公司的直投业务、海外业务、期货业务按照增资后的规模，分别给予 1.5 倍 PB，估值分别为 45 亿元、20 亿元和 20 亿元。

参照海通证券双融业务的价值，公司双融业务价值为 85 亿元（海通证券业务价值为 100 亿）。

表 9：资产管理业务估值（单位：百万元）

资产管理	2010A	2011E	2012E	2013E
集合理财				
集合资产管理	4529	9000	16000	20000
price/Aum	8%	8%	8%	8%
资管业务价值	362.32	720	1280	1600
广发基金				
基金规模	103600	110000	120000	130000
price/Aum	8%	8%	8%	8%
广发价值	8288	8800	9600	10400
公司控股比例	48%	48%	48%	48%
估值	4006	4253	4640	5026
易方达基金				
基金规模	145300	145000	155000	170000
price/Aum	8%	8%	8%	8%
易方达价值	11624	11600	12400	13600
公司控股比例	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
估值	2906	2900	3100	3400
资产管理总估值	7274	7873	9020	10026

资料来源：申万研究

综上，公司各部分的业务价值，可以计算出公司总价值为 1008 亿元，结合当前股本，公司的内在价值为 34.04 元。

表 10：公司各部分价值（单位：亿元）

	估值
经纪业务	418
投行业务	109
资产管理	100
直投业务	45
自营业务	210
海外业务	20
广发期货	20
小计：	923
融资融券	85
总计	1008
总股本	29.6
每股价值（元）	34.04

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

董樑：A股策略、金融服务。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。