

解构定增七类投资者行为异同

定增研究范式（六）

报告摘要:

- **引言:** 定增新周期下我们建立定增另类研究范式（已发布 5 篇），帮助投资者优化一二级市场投资策略，包括总结定增收益规律、挖掘定增与业绩增长的关联规律、比对分析新预案增量变化与趋势、探寻二级市场投资策略有效性、验证定增主动行业比较、风格比较策略有效性。**本篇为第六篇，我们通过细拆 2010 年至今 2200 余例 1 年期机构参与定增项目投资者结构，横向比较重点 7 类投资者行为异同，并探究新规下最新 22 例竞价项目参与度及报价规律。**核心结论如下：
- **第一，定增投资者构成：**公募基金 1 年期定增参与度最高，认购项目近 6 成，认购规模占网下发行总规模 33.98%。银行理财实际为定增重要资金供给之一。
- **第二，定增投资者行为特征规律总结：**①险资和国资投资行为一致性较强，均看重基本面和估值性价比；②个人和 PE/VC 投资行为具有一定相似性；③公募处于腰部思维（如市值、估值、业绩增速），基金子公司行为更灵活；④PE/VC 资本注重成长性，公募/险资/券商等金融机构偏好基金重仓热门项目或行业，国资和险资偏好成熟型行业与国企属性；⑤国资和险资十分注重历史低估值，个人和 PE/VC 较激进（13-16 年）；⑥个人投资者偏好小市值、小规模，国资和险资偏好大市值、大规模；⑦险资着眼高 ROE。
- **第三，定增投资者收益特征总结：**①基金、券商偏好热度较高项目，折价率较低，收益率和胜率也较难跑赢市场整体，建议精选项目；②险资和国资参与定增相对谨慎，但常认购较大规模项目且收益平稳较优；③个人投资者较依赖择时，在 13-16 年收益显著。
- **第四，新规定增竞价项目投资者参与度及报价规律总结：**①平均折价率 14.45%，项目间折价率加剧分化；②配套融资折价率较高，高于项目融资；③公募持仓较高项目折价率偏低，持仓较低项目折价率较高；④公募基金参与度较 17-19 年回升但仍低于历史整体水平，平均获配金额占比 24.64%，报价差异较大，目前较为保守。
- **核心假设风险：**定增监管超预期，经济下行超预期，海外疫情超预期。

分析师：倪康



SAC 执证号：S0260519070001



021-60750654



nigeng@gf.com.cn

分析师：戴康



SAC 执证号：S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

请注意，倪康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:

寻迹定增行业比较方略——	2020-04-24
定增研究范式（五）	
定增一二级市场联动四大战术——	2020-04-16
一定增研究范式（四）	
定增新旧项目全景比照——	2020-04-03
定增研究范式（三）	
定增与业绩起舞之谜——	2020-03-27
定增研究范式（二）	
定增投资高收益的奥秘——	2020-03-20
定增研究范式（一）	
定增春天对资本市场的影响——A 股再融资新规解读	2020-02-15

引言：我们已推出定增研究系列报告 5 篇，从历史数据规律及特征、一二级联动策略、行业比较、投资者行为、案例分析等维度建立定增另类研究范式，帮助投资者优化定增投资组合。在系列报告首篇《定增投资高收益的奥秘》（3.20）中，我们从历史数据总结定增收益规律，挖掘一级半投资高收益启示；在次篇《定增与业绩起舞之谜》（3.27）中，我们沿用历史数据，挖掘定增与业绩增长的关联规律；第三篇《定增新旧项目全景比照》（4.3）中，我们比对分析新预案增量变化与趋势，并细化历史定增财务融资动机及效果；第四篇《定增一二级联动四大战术》（4.16）中，我们利用历史定增特定时点及特征探寻四种二级市场投资策略有效性；第五篇《寻迹定增行业比较方略》（4.24）中，我们验证了定增的主动行业比较、风格比较策略有效性，并细分业绩和估值驱动因子。**本篇为第六篇，我们通过细拆 2010 年至今 2200 余例 1 年期机构参与定增项目投资者结构，横向比较重点 7 类投资者行为异同，并探究新规下最新 22 例竞价项目参与度及报价规律，旨在精选定增项目并优化报价策略。**

Part1: 历史定增投资者构成

我们将主流定增网下投资者分为 **PE/VC、个人、公募基金、国资、基金资管子公司、券商、险资** 七大类。2010 年至今发行 1 年期定增项目中，网下个人+机构投资者认购规模约 2.84 万亿，占发行总规模 73.86%，其中 2016 年前参与更为活跃，认购规模占比 78.82%，17 年以来网下投资者参与度逐年降低，占比 64.88%（下文数据分析范围仅考虑网下投资者认购部分，不含控股股东、关联方等）。

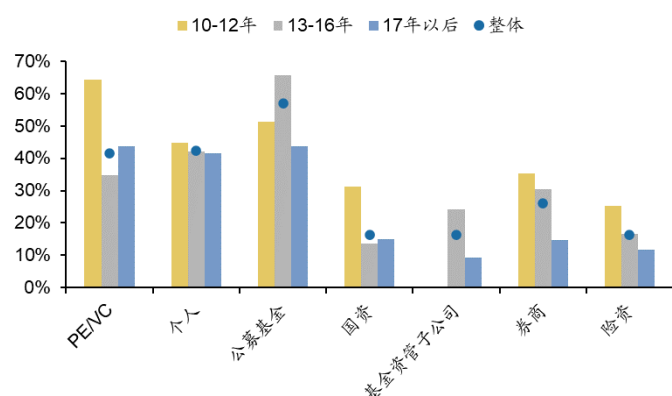
机构资金是 1 年期定增的主要资金来源，公募基金在各类机构中参与度最高，一是包含普通公募基金参与，二是包含基金专户拼单、银行理财结构化设计等通道资金（该部分为主力），共计参与项目 1270 例，占全体 1 年期项目的 56.98%，认购规模近万亿，占发行总规模 33.98%。此外，14-16 年，基金资管子公司参与活跃（通道业务优势，产品灵活度高、资金份额门槛低且费率较低），期间认购数量占比 27.37%，规模占比 6.41%，16 年底基金子公司监管新规发布，提出风险资本要求并禁止其与母公司同业竞争，此后基金子公司大幅退出定增市场。当前基金专户通道业务亦加速萎缩（资管新规风控及投向限制+银行理财子公司兴起，影响客户委外需求），且定增投资门槛降低将冲击拼单业务。

除基金外，定增市场的主要机构投资者还有 **PE/VC、券商、国资及险资**，参与项目占比依次为 41.50%/26.16%/16.38%/16.24%，认购规模占比 11.26%/5.57%/5.03%/5.00%，社保参与度很低。个人投资者认购活跃但金额较小，认购数量和规模占比分别为 42.35%与 9.87%。

时间维度上，13-16 年，基金和券商参与积极性高，公募基金认购数高达 65.72%，规模占 40.06%；17 年以来，基金和券商投资者参与度大幅下滑，而 PE/VC 和国资参与度明显提升，参与项目数占比分别为 43.84%/15.04%；险资各年认购规模比例差异不大，今年由于参与中兴通讯、中国船舶等大规模项目，认购金额占比达 24.22%。

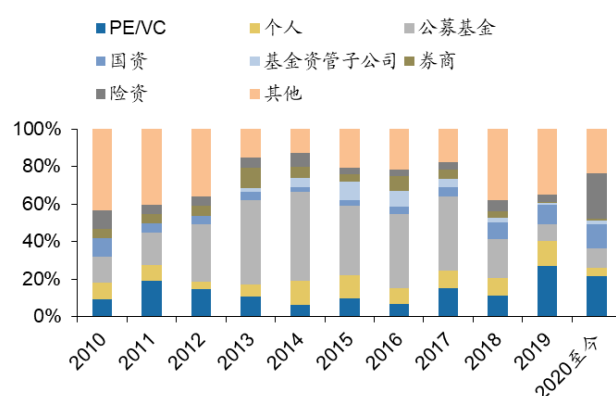
除上述机构外，**银行理财实际为定增重要资金供给之一**。17 年以前，银行资金主要通过“银基信”、“银证信”等模式作为定增结构化产品“保本保收益”资金认购，获取 6% 左右优先级稳定收益；18 年“资管新规”发布后，严格限制多层嵌套，定增加杠杆模式进一步受限。当前金融去杠杆、破刚兑延续，银行资金参与定增将回归权益属性，主要路径有：①主动委外：通过普通公募基金或专户平层投资，以及基金投顾（MOM）；②自主投资：银行理财子公司发行权益类产品直接开户投资，但预计其短期直投规模有限，一是理财子公司权益类投研能力难以迅速提高，二是客户风险偏好需调整以满足净值化要求以及资金池较长期限匹配。

图1: 定增投资者认购数量占比



数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图2: 定增投资者获配金额占比



数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

Part2: 历史7类定增投资者行为异同

第一, 公司特征规律:

- 行业:** PE/VC 明显倾向于 TMT/医药生物等成长性行业; 个人参与传媒/电气设备/机械/计算机等相对活跃 (与较低募资规模有关); 公募基金偏好电子 (17 年以来占公募参与总数 10.13%, 市场发行占 7.69%), 对其他行业参与度与市场结构基本一致; 基金子公司布局广泛, 地产/化工/机械设备/建筑装饰/汽车等均参与较多; 国资偏好国企性质行业, 如公用事业/非银/国防军工/交运/有色 (高出整体约 2pct); 险资布局与国企相似, 大多为成熟型行业 (公用/非银/有色/地产/电子)。
- 基本面:** ①ROE 上, 大多数机构如公募基金、券商、社保、险资等均倾向于高 ROE 项目, 参与项目前三年平均 ROE 约 10%, 险资高 ROE 倾向更明显; 个人参与项目平均 ROE 仅 7.27%。②业绩增速上, 公募基金、国资偏好发行前业绩高增长, 特别是国资参与项目前三年归母净利润复合增速平均 11.65% (市场平均 2.66%); 国资参与项目发行当年业绩增速各阶段均 60% 以上; 个人和 PE/VC 参与项目业绩增长两极分化明显, 13-16 年平均业绩翻倍增长, 17 年以来平均增速较低; 公募项目当年业绩增长欠佳。
- 市值:** 个人投资者偏好小市值公司 (平均 100 亿), 尤其 50 亿以下小市值参与占比 37.50%, 高出市场 9.5pct; 公募基金、券商参与平均市值约 150 亿, 17 年以来 200 亿; 基金子公司认购 50 亿以下小市值比例明显偏低, 险资和国资参与项目市值平均 200 亿以上, 险资偏好 300 亿以上。
- PE (TTM) 估值:** ①历史估值分位来看, 国资、险资奉行低估值策略, 17 年后参与项目估值历史百分比平均约 40% (市场平均 74.67%), 个人和 PE/VC 参与项目平均多处于历史估值高位 (平均高于 85%); ②相对行业估值溢价来看, 国资和基金子公司倾向于估值低于行业标的, 而个人和 PE/VC 偏好行业溢价较高标的 (高于 80% 占比多)。
- 产权性质:** 国资和险资偏好国企, 国资特别关注央企, 17 年以来亦然; 个人主要参与民企项目。
- 资产负债率:** 个人和 PE/VC 偏好杠杆率较低公司 (平均 45% 以下, 成长企业权益融资属性); 险资、券商、基金子公司参与项目杠杆率略高 (平均 50% 以上); 17 年以后国资参与降杠杆需求强烈。
- 机构及公募基金持仓:** ①机构持仓: 险资、国资参与项目机构持仓占比较高 (平均 40% 以上), 个人参与项目机构持仓较低 (平均 32.31% 以下), PE/VC、公募基金与基金子公司无明显偏好。②基金持仓: 公募基金、险资、券商偏好公募持仓较高个股, 17 年以后流动性分化趋势下规律更明显 (参与项目公募持仓平均约 4.5%, 持仓 10% 以上项目比例高), 个人和 PE/VC 参与公募持仓极低个股 (低于 0.5%) 比例高。

第二, 项目特征规律:

- 募资规模:** 个人投资者参与项目规模较小 (平均 10.34 亿), 国资和险资参与规模较大 (平均 20 亿以上, 17 年后 30 亿以上), 基金子公司参与 5 亿以下小项目很少。

- (2) **发行股本占比**: PE/VC 参与项目发行股本占比较高 (平均 35.43%, 市场平均 26.57%, 长投理念且多涉及重大重组); 公募基金偏好参与发行股本占比较低项目 (平均 17.37%)。
- (3) **融资目的**: 个人投资者参与融资收购最多 (参与占比 33.79%, 市场发行占 21.09%), 机构投资者参与项目融资较多 (参与占比均高于 60%, 市场发行占 46.12%)。
- (4) **大股东认购**: 个人、PE/VC 和国资参与项目大股东认购比例较高 (平均 32%+); 险资偏好大股东参与项目但大股东认购比例不高。

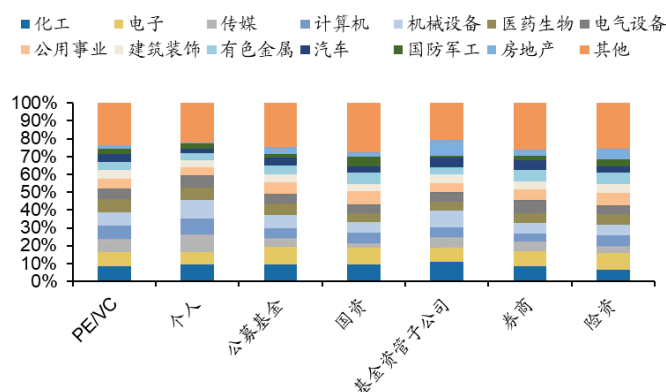
定增投资者行为特征规律总结: 第一, 险资和国资的投资者行为一致性较强, 均看重基本面和估值性价比, 奉行价值投资+均值回归理念 (其他特征包括大规模、国企、成熟型行业); 第二, 个人和 PE/VC 投资行为具有一定相似性 (小市值、轻估值、重增长、低杠杆、低基金持仓); 第三, 公募基金和基金资管子公司的投资行为有一定差异 (估值、业绩、机构持仓等), 公募许多行为特征处于腰部思维 (如市值、估值、业绩增速), 基金子公司行为更灵活; 第四, PE/VC 资本尤其注重成长性, 公募/险资/券商等金融机构偏好基金重仓热门项目或行业, 国资和险资偏好成熟型行业与国企属性 (国企混改); 第五, 估值性价比衡量上, 国资和险资十分注重历史低估值, 个人和 PE/VC 较激进 (13-16 年); 第六, 个人投资者偏好小市值、小规模, 国资和险资偏好大市值、大规模; 第七, 大多数机构看重基本面因子, 险资着眼于高 ROE, 国资着眼于高增长 (国企偏好, ROE 普遍较低)。

第三, 收益特征规律:

- (1) **总收益率**: 个人和 PE/VC 收益率较高, 平均分别 26.37% 和 18.62%, 尤其 13-16 年均达 45% 以上, 个人投资者胜率超过 50%; 险资和国资相对收益排名稳定居中上游, 17 年以后国资收益率和胜率均占优 (1.44% 和 43.81%); 公募基金和基金子公司收益率一直处于中后水平。
- (2) **折价率**: 个人和 PE/VC 在 13-16 年参与项目折价率较高, 均高于 25%, 17 年以后折价率大幅降低 (个人仅 4.85%, 市场平均 8.38%); 险资对折价率要求一直较高, 17 年以来平均 11.22%; 公募基金整体折价率最低 (平均 12.69%, 17 年以来平均 9.52%), 其中 56% 项目折价率在 0-15% 之间, 基金子公司平均折价率次低 (13.60%)。
- (3) **α 超额收益**: 仅有个人投资者认购项目平均 α 为正 (3.05%); 胜率上, 整体区间内个人获得正 α 概率更高, 17 年后险资正 α 概率较明显高于市场整体 (43.90%)。

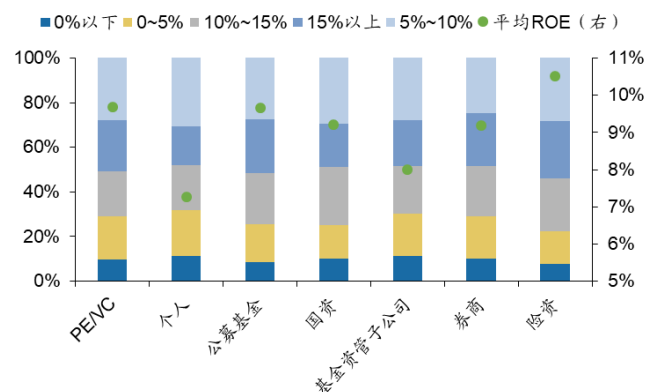
定增各类投资者收益特征总结: 第一, 基金、券商等偏好热度较高项目, 折价率较低, 收益率和胜率也很难跑赢市场整体; 第二, 险资和国资参与定增相对谨慎, 但其参与精选项目常认购较大规模且收益平稳较优; 第三, 个人投资者较依赖择时, 在 13-16 年收益显著。

图3: 定增投资者认购项目行业分布



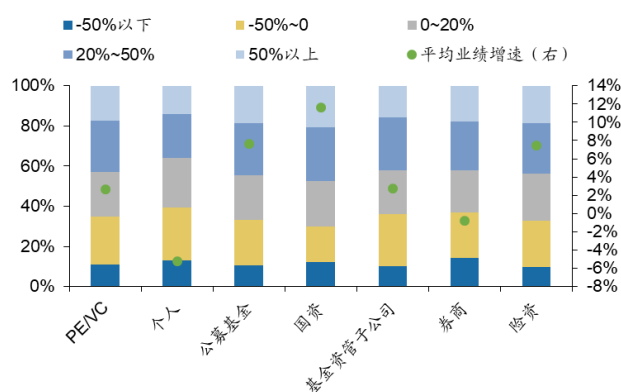
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图4: 定增投资者认购项目前三年平均ROE分布



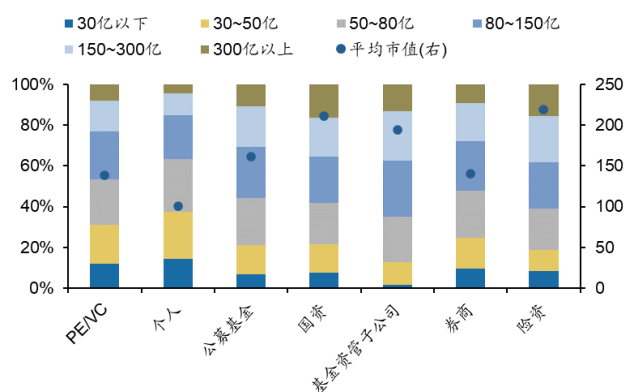
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图5：定增投资者认购项目归母净利润复合增速分布



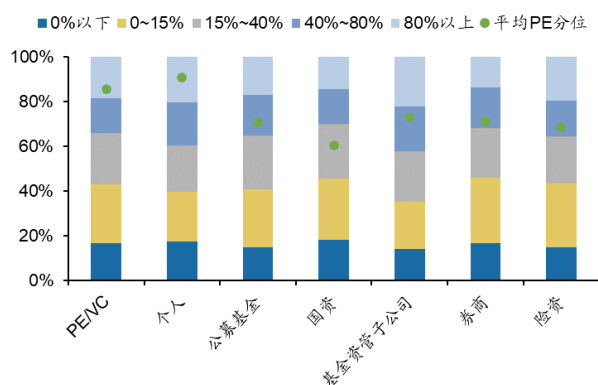
数据来源：Wind、Choice，广发证券发展研究中心

图6：定增投资者认购项目市值分布



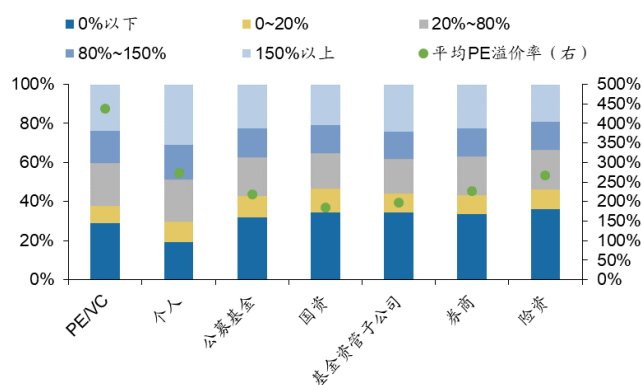
数据来源：Wind、Choice，广发证券发展研究中心

图7：定增投资者认购项目PE历史百分比分布



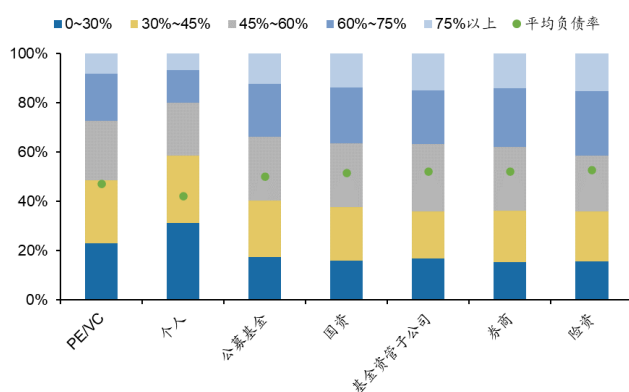
数据来源：Wind、Choice，广发证券发展研究中心

图8：定增投资者认购项目PE相对行业偏离度分布



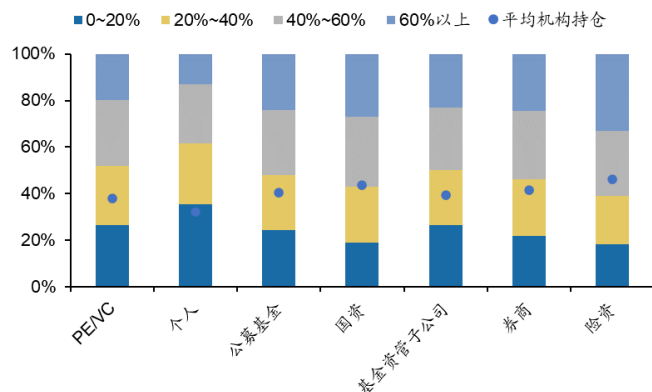
数据来源：Wind、Choice，广发证券发展研究中心

图9：定增投资者认购项目资产负债率分布



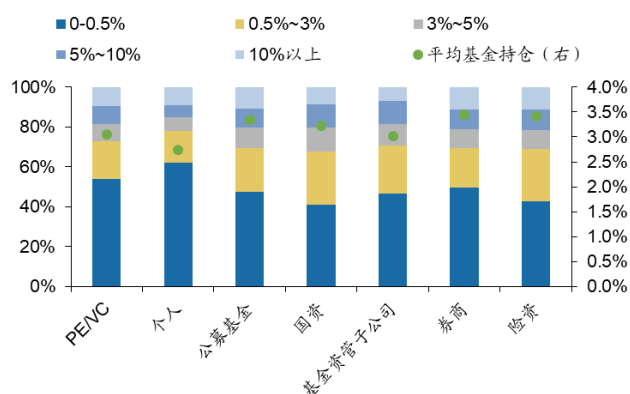
数据来源：Wind、Choice，广发证券发展研究中心

图10：定增投资者认购项目机构持仓占比分布



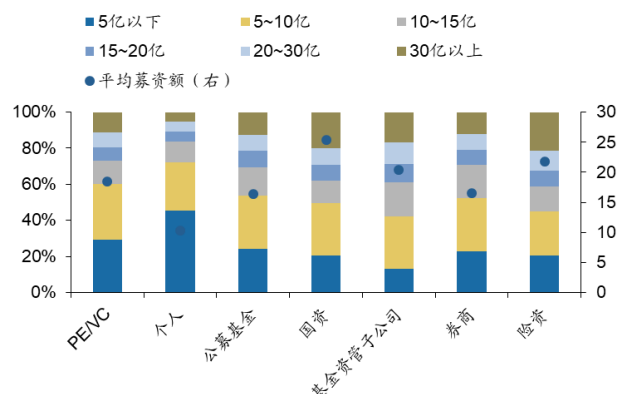
数据来源：Wind、Choice，广发证券发展研究中心

图11: 定增投资者认购项目基金持仓占比分布



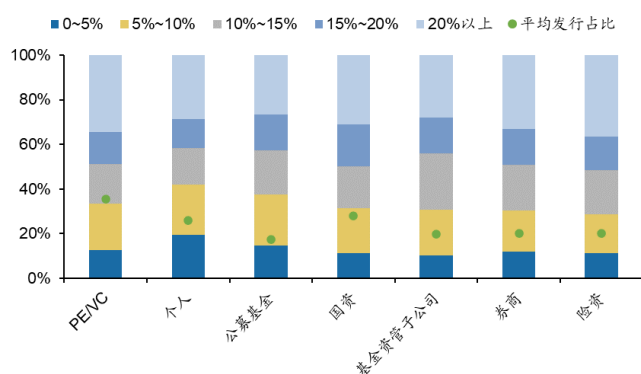
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图12: 定增投资者认购项目募资总额分布



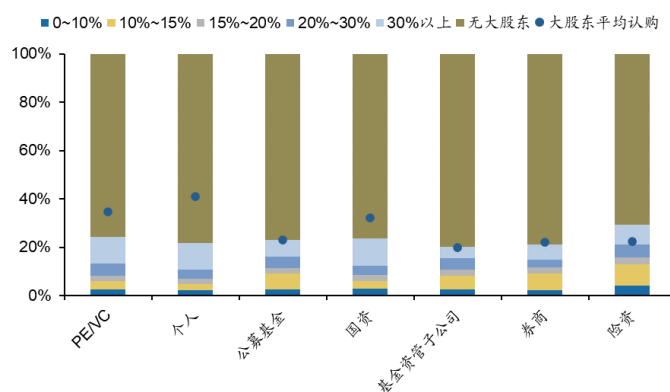
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图13: 定增投资者认购项目发行股本占比分布



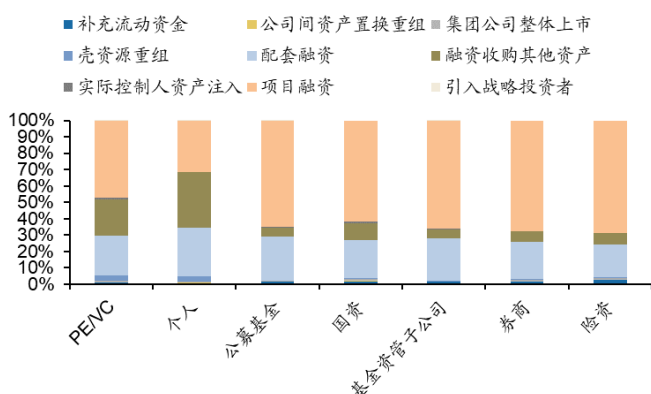
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图14: 定增投资者认购项目大股东认购比例分布



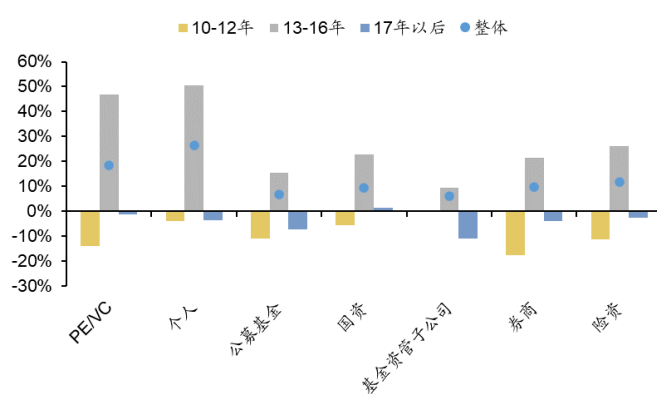
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图15: 定增投资者认购项目融资目的分布



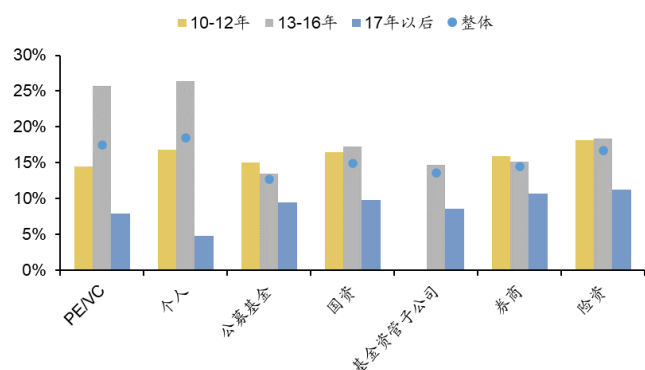
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图16: 定增投资者认购项目平均总收益率



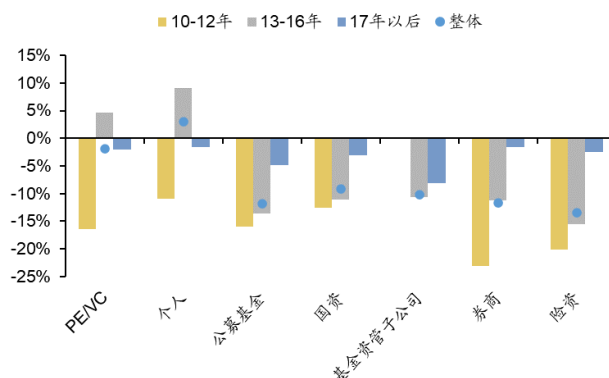
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图17: 定增投资者认购项目平均折价率



数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

图18: 定增投资者认购项目平均 α 超额收益率



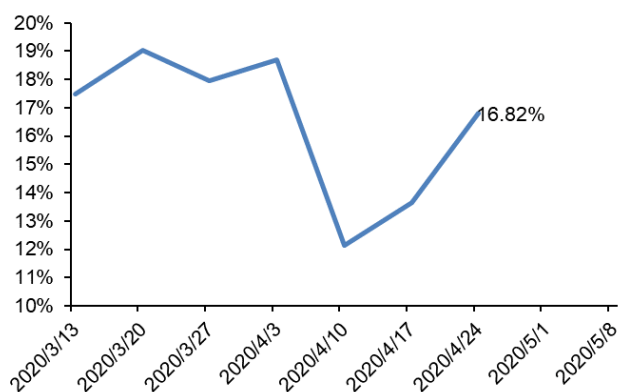
数据来源: Wind、Choice, 广发证券发展研究中心

Part3: 新规后定增竞价投资者参与度及报价规律

2.14 再融资新规以来, 目前有已公告按新规发行竞价项目 22 例 (4 月中旬以来发行加速), 发行概况如下: ① 行业分布上, 机械设备最多 (5 例); ② 发行规模上, 募资总额 279.09 亿元, 平均募资额 12.69 亿元, 其中 4 例募资规模超过 20 亿 (世纪华通、宁波银行、光弘科技、康泰生物), 增发占发行前股本比例平均 9.50%, 足额募资项目占比 72.7%; ③ 定增目的上, 配套融资 11 例, 项目融资 10 例, 补流 1 例。

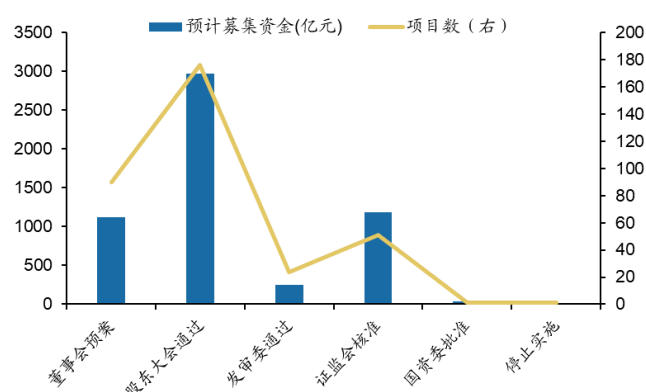
新规定增竞价项目投资者参与度及报价规律总结: 第一, 平均折价率 14.45%, 项目间折价率加剧分化, 整体折价率性价比较高; 第二, 配套融资折价率较高 (17.69%), 高于项目融资 (11.83%); 第三, 公募持仓较高 (高于 10%) 项目折价率偏低 (平均 10.07%), 持仓较低 (低于 1%) 项目折价率较高 (平均 17.75%); 第四, 公募基金参与度较 17-19 年回升但仍低于历史整体水平, 平均获配金额占比 24.64%, 报价差异较大, 平均较为保守; 第五, 大股东参与度较低, 认购仅 3 例 (建设机械、宁波银行、晋亿实业), 认购金额占比高于 20%。

图19: 适用定增新规竞价项目平均折价率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (周频, 按发行日统计)

图20: 定增预案进度分布 (适用新规, 竞价)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 适用新规已发行定增竞价项目概况

代码	名称	申万一级	发行日期	总市值 (亿元)	实际 募资 (亿元)	募足率	增发占 发行前 股本	发行价格	折价率	公募认 购占比	20Q1 基金持 仓	定增目的
002602.SZ	世纪华通	传媒	2020-03-11	913.46	31.00	100.0%	4.54%	11.47	17.48%	18.93%	2.59%	配套融资
002240.SZ	威华股份	轻工制造	2020-03-18	62.94	6.60	100.0%	13.20%	7.61	19.04%	14.23%	2.62%	配套融资
002612.SZ	朗姿股份	纺织服装	2020-03-23	32.39	0.50	100.0%	1.70%	6.78	14.29%	0.00%	0.86%	配套融资
002556.SZ	辉隆股份	化工	2020-03-26	72.63	1.30	100.0%	2.46%	6.33	21.66%	22.85%	0.01%	配套融资
002645.SZ	华宏科技	机械设备	2020-03-31	58.02	3.18	100.0%	8.36%	8.22	24.38%	9.69%	2.31%	配套融资
300735.SZ	光弘科技	电子	2020-04-02	154.37	21.84	92.2%	20.00%	23.68	13.04%	36.57%	8.14%	项目融资
600984.SH	建设机械	机械设备	2020-04-07	155.68	15.06	100.0%	16.81%	10.82	8.85%	32.52%	5.03%	项目融资
002142.SZ	宁波银行	银行	2020-04-07	1430.16	80.00	100.0%	6.75%	21.07	5.09%	23.41%	3.97%	补充流动资金
300667.SZ	必创科技	机械设备	2020-04-08	37.86	1.25	50.0%	4.48%	22.95	14.72%	0.00%	0.00%	配套融资
300630.SZ	普利制药	医药生物	2020-04-08	230.38	5.52	100.0%	3.35%	59.97	9.47%	43.03%	13.40%	项目融资
300420.SZ	五洋停车	机械设备	2020-04-08	54.79	7.60	95.0%	20.00%	5.31	12.23%	5.66%	6.66%	项目融资
603083.SH	剑桥科技	通信	2020-04-10	78.46	7.50	100.0%	14.30%	30.96	20.00%	69.89%	6.25%	项目融资
603799.SH	华友钴业	有色金属	2020-04-10	412.11	8.00	100.0%	2.56%	28.09	15.01%	15.00%	5.53%	配套融资
300037.SZ	新宙邦	化工	2020-04-10	175.82	11.40	100.0%	8.65%	34.80	9.49%	78.16%	20.71%	项目融资
300302.SZ	同有科技	计算机	2020-04-10	60.90	2.30	66.0%	5.19%	9.69	14.47%	0.00%	9.33%	配套融资
300602.SZ	飞荣达	电子	2020-04-13	167.52	7.00	100.0%	5.44%	42.01	9.36%	20.57%	2.59%	项目融资
601002.SH	晋亿实业	机械设备	2020-04-14	56.50	7.93	72.6%	20.00%	5.00	16.25%	8.78%	0.43%	项目融资
300673.SZ	佩蒂股份	农林牧渔	2020-04-14	54.63	5.31	97.4%	16.37%	22.11	8.33%	23.74%	5.62%	项目融资
300601.SZ	康泰生物	医药生物	2020-04-14	903.31	30.00	100.0%	4.23%	110.00	11.25%	50.98%	22.79%	项目融资
600328.SH	兰太实业	化工	2020-04-15	69.81	8.00	100.0%	14.54%	6.58	21.85%	12.00%	0.00%	配套融资
300192.SZ	科斯伍德	传媒	2020-04-16	54.06	3.00	100.0%	8.09%	13.50	14.88%	35.00%	7.97%	配套融资
600131.SH	国网信通	公用事业	2020-04-20	252.95	14.81	100.0%	7.95%	16.82	16.82%	21.03%	2.77%	配套融资

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (折价率=(发行日前收盘价-发行价)/发行日前收盘价)

核心假设风险。定增监管超预期, 经济下行超预期, 海外疫情超预期。

注释:

- (1) Part1&2样本: 2010年至今发行的1年期存在网下投资者的竞价项目; 投资者类别判定部分为人工判定, 存在一定误差;
- (2) 总收益率=(解禁时股价-发行价)/发行价; 折价率=(网下发行日前一日收盘价-发行价)/网下发行日前一日收盘价; β 收益=发行日至解禁日对应中证500区间涨跌幅; α 收益=总收益率-折价率-系统性收益;
- (3) 文字所有数值未明确说明, 均指算术平均值。

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 韦冀星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。
- 倪赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。

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35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	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。