

# 揭幕“中国特色估值体系”

## “中国特色估值体系”猜想系列（一）

### 报告摘要:

- **引言:** 11 月 21 日, 证监会主席易会满在 2022 年金融街论坛年会上表示, 要“探索建立具有中国特色的估值体系”。建设“中国特色估值体系”的本质是“中国优势资产重估”, 我们通过纳入非财务因子、弱化外围因子等路径, 沿国央企/科创/ESG/港股四条思路重塑估值体系。
- **资本市场“中国式现代化”新定位——重估中国优势资产。** (1) 在资产融资端兼顾政府作用 (直接融资导向安全与发展兼顾产业/引导上市公司高质量发展行动)。(2) 在资金投资端践行共同富裕并统筹金融安全, 隐含要求降低市场波动率 (宽基期权上市/养老金第三支柱加码)。
- **“中国特色”新脚本下如何“纠偏”传统估值体系? 第一步, 明确资本市场“中国特色”三大结构:** 所有制结构 (央国企权重高)、产业结构升级 (战略新兴产业权重提升)、投资者结构 (散户占比较高)。**第二步, 明晰 A 股估值特点:** (1) 国央企和银行股存在低估; (2) 小市值高成长股票相对美股估值溢价; (3) 相比美股易发生短期估值溢价 (概念溢价/新股溢价/壳溢价); (4) 2-3 年期限存在估值轮动行情。**第三步, 围绕根据 DDM 三因素重塑估值体系:** (1) 提高非传统财务因子的权重, 如政策因子、ESG 因子 (重视社会价值)、股权投资估值因子; (2) 弱化外围因子影响。
- **“中国特色估值体系”本质是“中国优势资产重估”, 关注四条思路:**  
**思路一: 央国企估值重塑, 关注改革与转型下的成长型央企。** 第一, 央企改革路径如同业竞争资产整合/“A 拆 A”分拆上市 (盘活母公司资产, 提升经营效率); 第二, 产业转型方向如数字化转型/绿色低碳转型/自主可控“卡脖子”技术突破。**思路二: 科创估值重塑, 关注细分优质低估产业、“专精特新”标签企业。** 第一, 划分生命周期、行业特征适配不同估值法 (如 PS、PFCF、EVEBITDA 等估值法); 第二, 纳入一级市场股权投资等新估值因子 (如用户数/网点数等运营指标、实物期权、专利数/科研人员质量等科创指标、产业链环节/供应商质量等市场指标、企业家履历/管理层架构等管理指标)。**思路三: 纳入 ESG 估值因子, 关注高 ESG 评级企业,** ESG 通过影响现金流和贴现率重估企业价值, 未来纳入“中国式 ESG”因子 (如 E 维度关注能耗双控指标; S 维度关注企业年金收益指标; G 维度关注质押比例指标等)。**思路四: 港股估值重塑, 关注港股高股息国央企。**
- **风险提示:** 宏观经济下行压力超预期; 全球疫情仍存在反复的风险; 全球经济修复可能不及预期; 全球/中国通胀高位流动性可能边际收紧; 中美贸易/金融领域的关系仍有不确定性。

分析师: 倪康



SAC 执证号: S0260519070001



021-38003561



nigeng@gf.com.cn

分析师: 戴康



SAC 执证号: S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-38003560



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。

## 目录索引

一、“中国特色估值体系”本质是“中国优势资产重估” .....	4
(一) 资本市场“中国式现代化”新定位——重估中国优势资产 .....	4
(二) “中国特色”新脚本下如何“纠偏”传统估值体系? .....	5
二、“中国特色估值体系”建设四条思路展望 .....	7
(一) 思路一：央国企估值重塑，关注成长型央企 .....	7
(二) 思路二：科创估值重塑，关注“专精特新”标签企业 .....	8
(三) 思路三：纳入 ESG 估值因子，关注高 ESG 评级企业 .....	9
(四) 思路四：港股估值重塑，关注港股高股息国央企 .....	11
三、风险提示 .....	12

## 图表索引

图 1: 中国特色资本市场重新定位示意图 .....	4
图 2: A 股和美股银行股破净率对比 .....	5
图 3: A 股相对美股的成长性溢价 .....	5
图 4: A 股存在 2-3 年的估值轮动行情 .....	6
图 5: A 股整体处于长期低估局面 .....	6
图 6: 投资蓝图构想: 发挥“中国特色”, 重塑“估值体系” .....	7
图 7: 国央企中战略新兴产业估值低于 A 股整体 .....	8
图 8: A 股央企估值低于整体且处于历史底部区间 .....	8
图 9: 高 ESG 评级公司估值没有显著更高 .....	10
图 10: “中国式 ESG 投资”架构示意图 .....	11
图 11: AH 股估值溢价率 .....	12
图 12: 港股国央企估值相对 A 股更低 .....	12
表 1: 科创企业生命周期/行业特征与主要估值方法 .....	9
表 2: ESG 因素对自由现金流量的影响路径 .....	10

# 一、“中国特色估值体系”本质是“中国优势资产重估”

## (一) 资本市场“中国式现代化”新定位——重估中国优势资产

中国特色估值体系建立在“中国特色”之上，展现在资本市场载体里。二十大报告定调“中国式现代化”，提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，重新定位中国特色的资本市场，实现安全与发展诉求的辩证统一，提供投融资两端供需匹配的“温床”，目的是更好发挥市场资源配置功能，本质是对“中国优势资产”进行重估。

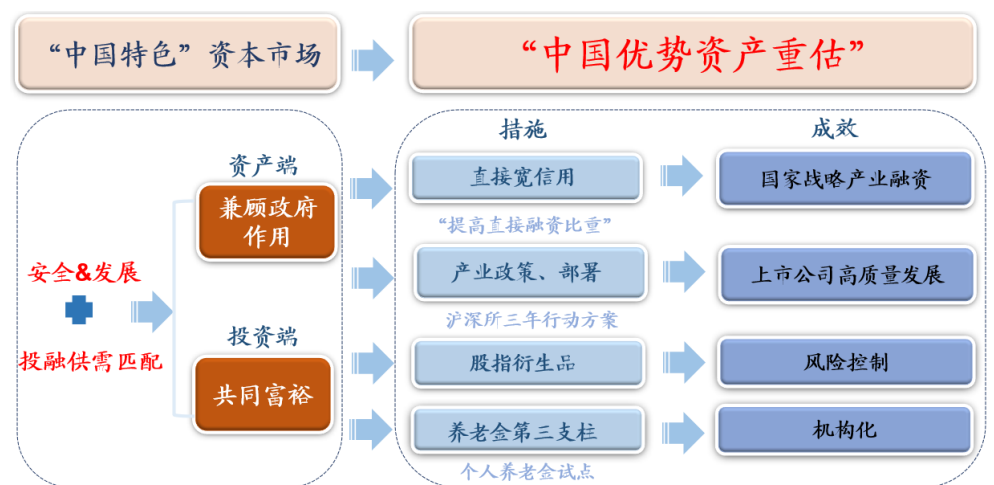
**(1) 在资产融资端，市场资源配置上兼顾政府作用，更好服务实体经济、引导国家战略需求公司估值重塑。**

第一，“直接融资宽信用”更加支持安全与发展兼顾的国家战略产业融资，达到“提高直接融资比重”的目的；第二，政策及部署引导上市公司高质量发展，是“健全资本市场功能”的路径，如22年11月证监会发布《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022—2025）》，随后上交所发布《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》、深交所发布《落实〈推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）〉工作方案》，包括股东内生治理、再融资支持科创、信披监管、打击违规等多项措施。

**(2) 在资金投资端，共同富裕目标下统筹金融安全，提高居民投资回报率同时隐含要求降低市场波动率“防风险”。**

第一，股指衍生品加速上市，增加风险控制工具，如今年以来中证1000股指期货和期权/创业板ETF、中证500ETF、深证100ETF期权陆续上市；第二，提高机构资金占比，发展养老金第三支柱，如22年11月人社部等五部门印发《个人养老金实施办法》，随后36个城市开启个人养老金先行试点。

图 1：中国特色资本市场重新定位示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

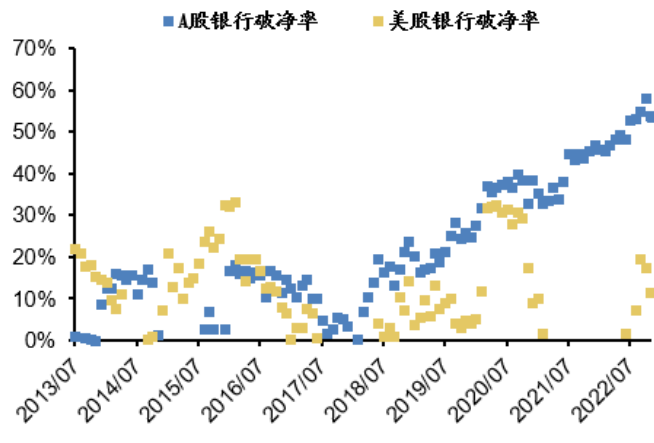
## (二) “中国特色”新脚本下如何“纠偏”传统估值体系？

中国特色估值体系是关联中国特色新脚本的“估值体系”，即对传统A股估值体系进行“纠偏”。

### (1) 横向视角：相比美股，A股估值特点体现在部分行业低估和溢价上。

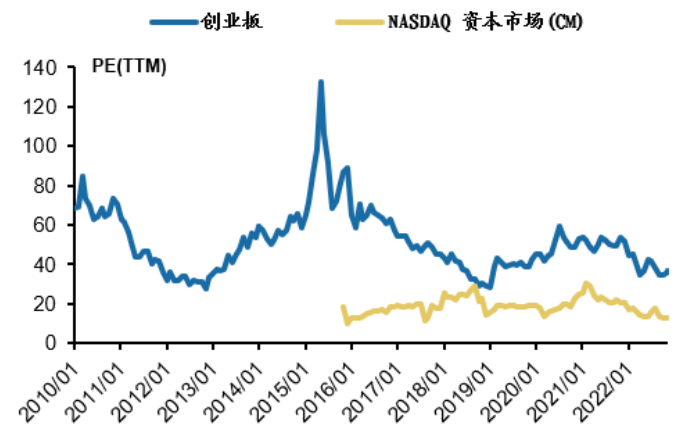
第一，A股国企和银行股更受到低估，根据Wind数据，截至2022年12月6日，A股国企PE接近10倍且长期低于A股整体，A股银行整体破净率超50%、美股银行破净率低于15%。第二，A股小市值及高成长性股票相对美股存在估值溢价，以汇聚小市值成长股的创业板和纳斯达克资本市场为例，根据Wind数据，创业板相对纳斯达克资本市场存在1.7倍左右的估值溢价。第三，A股相比美股易发生概念溢价、新股溢价、壳溢价等短期估值溢价，A股的相对不成熟造成了短期估值溢价，概念溢价/新股溢价主要来自投机性、壳溢价来自IPO制度差异，根据Wind数据，2019年以来A股的新股上市首日涨跌幅是美股的7倍左右。

图 2：A 股和美股银行股破净率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：A 股相对美股的成长性溢价

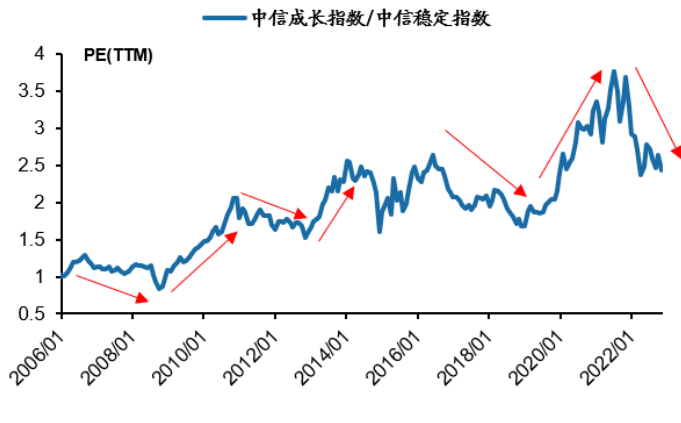


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### (2) 纵向视角：A股估值特点体现在历史估值轮动和整体长期低估上。

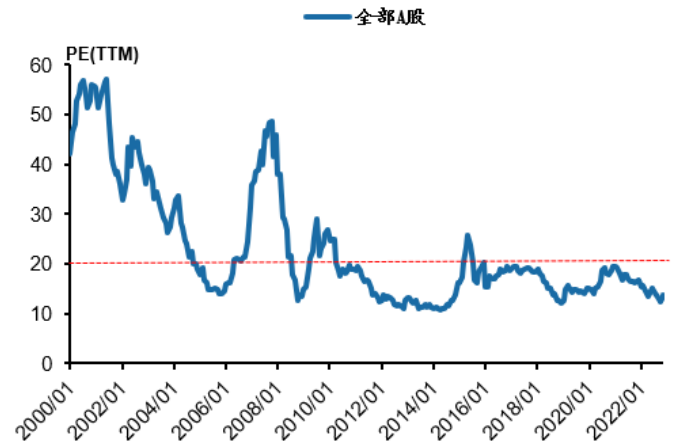
第一，A股存在阶段性高估值股票占优或低估值股票占优的2-3年轮动行情，通常在经济下行、企业盈利下行时，低估值低波动股票由于其防御性而占优，反之则高估值股票占优。第二，2008年下半年以来A股整体估值多数时期维持在低于20倍的低水平，存在长期低估的现象。

图 4: A 股存在 2-3 年的估值轮动行情



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: A 股整体处于长期低估局面



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

针对A股估值特点，从三个维度对传统A股估值体系进行“纠偏”：

**(1) 融入新估值因子来优化传统DCF估值模型**，摒弃传统的单一成长性、自由现金流等基本面因子，融入ESG、分红等综合定价因子，以契合上市公司高质量发展目标；

**(2) 关注成长型央企的估值重塑，摒弃传统的央企低估值观念**，央企改革将伴随资本运作与产业转型；

**(3) 科创企业存在错估现象，应针对不同生命周期、不同渗透率阶段、不同行业，使用不同的估值方式**。对于绝对估值法来说，多数科创企业处于新兴细分赛道，历史数据积累少，同时技术路线、市场环境等具有高度不确定性，导致现金流预估的难度很大。对于相对估值法来说，由于科创企业所处的新兴行业细分领域多、商业模式差异大、上市公司少，容易出现无法找到合适的可比公司的情况，从而无法得到合理可靠的估值倍数。



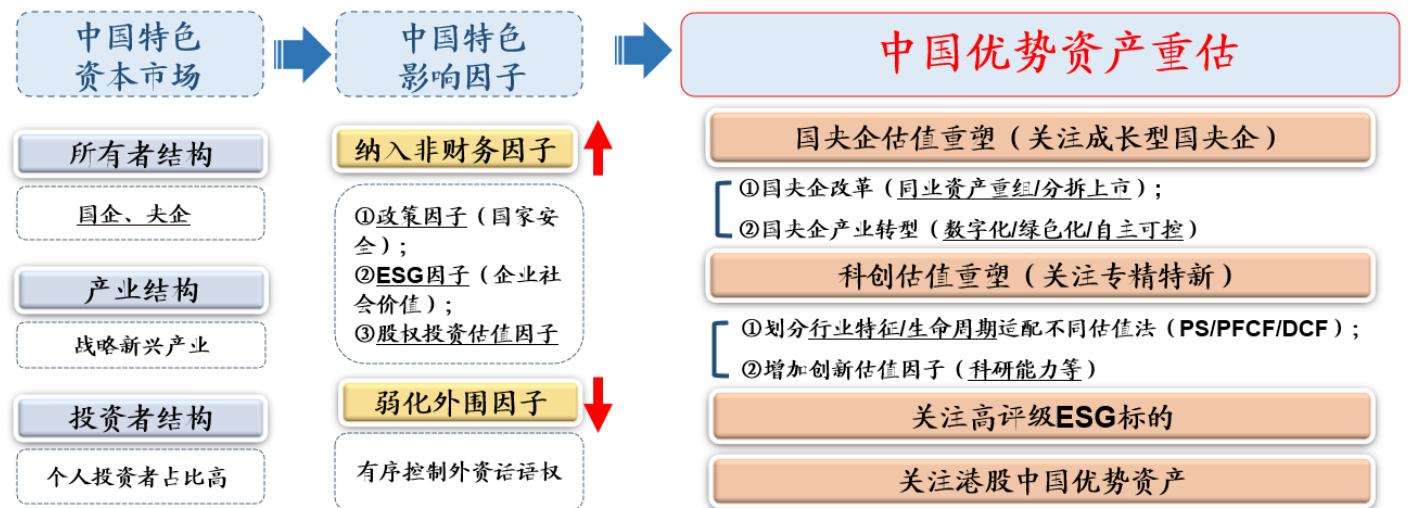
## 二、“中国特色估值体系”建设四条思路展望

构建“中国特色估值体系”，首先，要明确相比美国等成熟资本市场，中国特色的资本市场具有三大结构性特征：（1）在所有制结构上，以公有制为主体，根据Wind数据，截至2022年12月6日，国企市值占A股整体市值的48%；（2）在产业结构上，我国面临产业升级的阶段，向高端制造、绿色化和数智化转型，战略性新兴产业占比提升；（3）在投资者结构上，A股个人投资者交易占比逐步下降但在绝对值上仍占比较高，且公募考核期限较短带来了可能的投资行为短期化的投资文化，同时促使板块轮动常态化。

其次，根据DDM三因素模型，通过强化非财务因素和弱化外围因素，重塑估值体系：（1）提高非传统财务因子的权重，如①政策因子，在分子端，产业政策扶持下上市公司实现高质量发展。在分母端，货币政策维护良好流动性环境、资本市场改革（多层次资本市场/衍生品体系完善等）提高资本定价效率；②ESG因子，以ESG投资理念促进价值投资，同时促进企业发挥社会价值；③股权投资估值因子，关注用户数、专利数、企业家精神和实物期权价值等影响公司业绩的非财务因子。（2）弱化外围因子影响。

“中国特色估值体系”的本质是“中国优势资产重估”，建议关注四大路径：  
（1）国央企估值重塑，关注国央企改革与产业转型带来的成长型央企的价值重估。  
（2）科创估值重塑，关注科创企业特色估值方式，关注“专精特新”企业成长。（3）关注高ESG评级企业。（4）关注港股中国优势资产。

图6：投资蓝图构想：发挥“中国特色”，重塑“估值体系”



数据来源：广发证券发展研究中心

### （一）思路一：央国企估值重塑，关注成长型央企

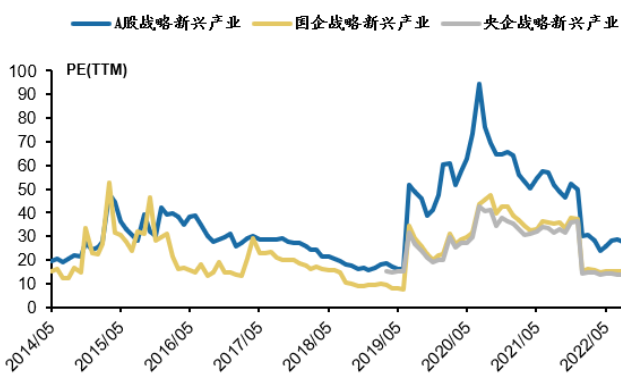
国央企估值重塑主要在于重新评估转型后竞争力提升的企业，即国央企改革和产业升级带来的成长型国央企的价值重估。A股国央企估值低于A股整体且处于历史

底部区间，根据Wind数据，截至2022年12月6日，A股央企PE为8.5倍（历史分位数14.7%）、PB为0.96倍（历史分位数12.2%），剔除破净率高的银行股之后，A股央企PE为13倍（历史分位数12.8%）、PB为1.5倍（历史分位数24.4%），小幅低于A股整体估值。国央企战略新兴产业估值也低于A股整体，根据Wind数据，截至2022年12月6日，央企战略新兴产业PE为15倍，低于A股战略新兴产业的28倍。

**重估方向之一：央企改革。**国央企改革带来国资市值管理能力加强：（1）同业竞争资产整合，尤其是缺乏持续经营和融资能力的壳资源，通常具有市值小、盈利能力低、股东持股分散、交易活跃度低、资产负债率高的特点；（2）分拆上市，尤其是战略新兴领域、具有业务板块资源整合预期的“A拆A”标的。整体来看，分拆上市“明分实合”，即以聚焦主业、主动缩小边界的减法外在形式吸引更多资本进行有效资源配置，实现母子公司价值重塑：一是对母公司而言，聚焦核心业务，专业化运营提升经营效率；有效盘活公司资产，改善资产流动性，提高偿债能力；受益于子公司上市后的投资收益，自身估值和股价有望得到提升；实现多类型、多层次的激励机制，优化集团公司治理能力。二是对子公司而言：拓宽融资渠道、提高融资灵活性、提升融资效率，从而有效降低资金成本；受益于独立上市降低信息不对称程度以及不同市场估值差异；子公司管理者实现向股东的角色转换，经营积极性有望提高。

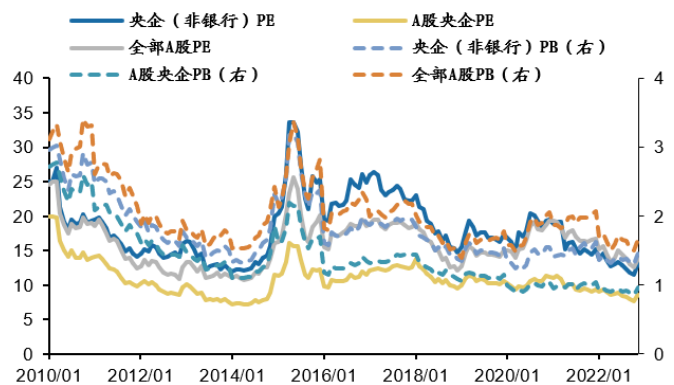
**重估方向之二：产业转型。**（1）数字化转型：结合数字技术优化业务，目前能源和交通领域的央企多数提出数字化转型战略。（2）绿色低碳转型：①传统产业低碳改造，如煤炭、石油、钢铁、建材等高耗能行业淘汰落后“两高”产能；②布局新能源，如光伏、水电、核电等清洁能源；③发展循环经济，如危废资源化、再生金属等；④攻关绿色低碳技术，如化石能源清洁利用技术、碳捕集等；⑤建立绿色投融资机制，如碳排放权交易、绿色金融、绿电交易等。（3）自主可控“卡脖子”技术突破：在战略性新兴产业组建新央企集团，包括属于“卡脖子”技术及工业“五基”的半导体、信创和新材料等领域。

图7：国央企中战略新兴产业估值低于A股整体



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：A股央企估值低于整体且处于历史底部区间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）思路二：科创估值重塑，关注“专精特新”标签企业

科创估值重塑的要点在于找到并使用契合科创特性的估值方法，重点挖掘科创



细分优质低估产业、关注专精特新企业。

**重估方法之一：根据不同的生命周期、行业特征来适配不同的估值方法。**从生命周期阶段的角度来看，多数科创企业处于初创期和成长期，更适合用基于收入、自由现金流、税息折旧及摊销前利润、盈利和增长率等的相对估值方法。**从行业特征看，多数科创企业无形资产占比高，具有轻资产、弱周期属性，更适合用PS、PFCF、EVEBITDA等估值法。**

**重估方法之二：除了传统财务估值方式，在科创估值中纳入新的估值因子：**（1）“专精特新”标准（研发/细分市场因子）；（2）二十大产业扶持趋势（政策因子）；（3）股权投资估值因子，如①用户数、交易量、网点数等运营指标，②实物期权，评估未来潜在项目的价值，③专利数、科研人员占比、产品获认证、合作研发机构数量等科创指标，④产业链环节、从业年限、知名度、市场份额等市场指标，⑤企业家精神、管理层架构、管理人员简历等公司治理指标。

表 1：科创企业生命周期/行业特征与主要估值方法

估值方法	生命周期				资产属性		行业周期性	
	初创期	成长期	成熟期	衰退期	重资产	轻资产	强周期	弱周期
历史交易法	✓							
可比交易法	✓							
P/S、EV/S		✓			✓	✓	✓	✓
P/E			✓			✓		✓
PEG		✓				✓		✓
EV/EBITDA		✓	✓		✓			✓
P/B			✓	✓	✓		✓	
P/FCF、EV/FCF		✓	✓		✓	✓		✓
DCF		✓	✓		✓	✓		✓
DDM			✓		✓	✓		✓

数据来源：上交所，广发证券发展研究中心

### （三）思路三：纳入 ESG 估值因子，关注高 ESG 评级企业

**ESG因素通过影响企业未来预期的现金流折现来影响企业价值的体现，即纳入ESG估值因子本质是对DCF估值模型的优化。**一方面，从环境、社会和公司治理三个层面考虑对未来预期现金流的影响。从环境因素看，环保要求可能导致资本开支增加、营运成本提高；从社会因素看，公益行为可能带来收入增长；从公司治理因素看，治理薄弱可能会导致税费增加。另一方面，良好的ESG表现可降低运营风险、改变资本结构从而影响折现率，如碳减排支持工具降低企业贷款利率。

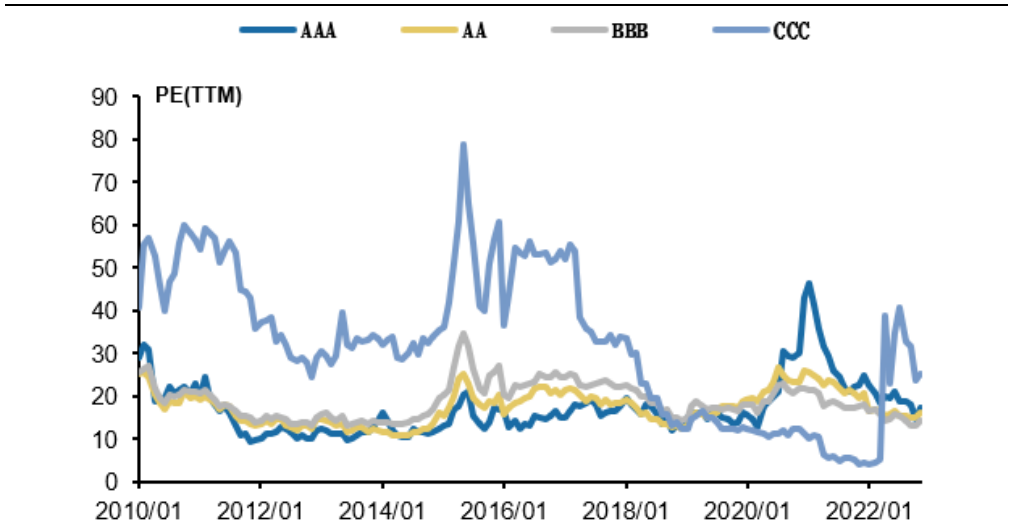
表 2: ESG 因素对自由现金流的影响路径

	环境因素	社会因素	公司治理因素
息税前利润	环保项目→收入增长; 环境法规→经营成本提高	公益行为→收入增长; 员工满意度提高→生产效率提高	内部治理不足→收入降低; 内部控制优化→成本下降
税款、折旧和摊销	环保专用设备→折旧	安全生产专用设备→折旧	治理薄弱→税费增加
营运资本变得	碳排放指标→营运成本变动	对承担社会责任的客户给予赊销	-
资本支出	污染治理→资本支出提高	-	高管变动频繁→采购供应不足/设备生产能力错估→资本支出变动

数据来源: 施懿宸等《ESG因素在企业估值的运用》(发表于《金融纵横》2021年第7期), 广发证券发展研究中心

需要注意的是, 当前高ESG评级企业估值没有显著更高, 根据Wind评级数据, 截至2022年12月6日, 全A中AAA评级企业的PE(TTM, 整体法)为17.36, 低于CCC的25.56。

图 9: 高 ESG 评级公司估值没有显著更高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

未来我们建议通过推进“中国式ESG投资”重估中国优势资产:

第一, E维度上, 关注新能源、能耗双控、绿色信贷等;

第二, S维度上, 关注共同富裕(企业年金)、公益活动(扶贫)等;

第三, G维度上, 关注上市公司高质量发展的具体路径, 如: (1) 融资上, 提升并购重组、股权激励、再融资的制度灵活性; (2) 风险化解能力, 如关注质押比例、财务造假、资金占用等; (3) 投资者回报水平, 如关注分红、股息率、回购等; (4) 控股股东、实际控制人层面的内生动力, 关注企业家精神、控制权制衡约束机制等。

图 10: “中国式 ESG 投资” 架构示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

#### （四）思路四：港股估值重塑，关注港股高股息国企央企

港股估值水平相对低于A股及以美股为首的成熟市场，根据Wind数据，近2年AH股估值溢价率在40%左右，港股估值重塑未来要重视其中被低估的优势资产，尤其是强化分红因子权重，关注港股高股息国企央企估值重塑，根据Wind数据，近2年A股国企PE(TTM)是港股的约1.7倍。

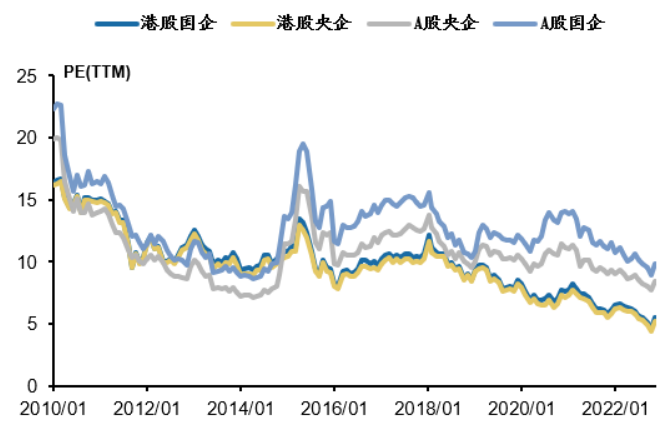
港股低估值原因主要有：（1）投资者结构，港股市场机构化程度高，且大部分是海外机构投资者，对估值较为谨慎；（2）投机风格少，一是香港衍生品市场分流了投机资金，二是历次股灾压制了港股投机情绪；（3）流动性，一是香港再融资制度相对A股更便利，分流了存量资金，二是港股市场交易费用相对高、外汇兑换难从而提高了交易成本；三是港股注册制发行节奏快使得股票供过于求引起估值下行。港股估值重塑的动力来自其投资者结构的进一步优化，如内地与香港互联互通机制不断完善。

图 11: AH 股估值溢价率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 港股国央企估值相对 A 股更低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

宏观经济下行压力超预期, 国内“稳增长”政策落地效果仍有不及预期风险。

全球疫情仍存在反复的风险, 尤其是奥密克戎疫情带来更大的不确定性。

疫情变异/反复可能导致全球经济修复不及预期并影响中国出口韧性。

全球/中国通胀高位流动性可能边际收紧。

中美贸易/金融领域的关系仍有不确定性。

## 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，12年A股策略研究经验。
- 郑恺：联席首席分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，8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，7年A股策略研究经验。
- 韦冀星：资深分析师（大势研判、行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪康：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 李学伟：高级分析师（主题策略，专题研究），复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨泽蓁：研究员（行业比较），上海财经大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 侯蕾：研究员（主题策略），毕业于复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 徐嘉奇：研究员（行业比较），伦敦国王学院硕士，2022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 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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 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。