

日本资本市场：被忽视的十年

华泰研究

2024 年 1 月 24 日 | 中国内地

专题研究

多元金融

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

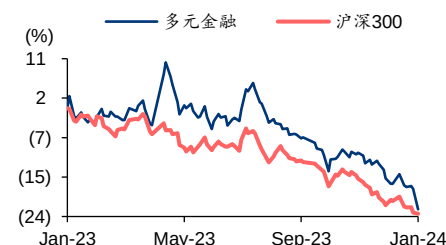
lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

联系人

SAC No. S0570122070171 chenxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

以交易所为代表的资本市场创新高

近期日本股市表现吸引了投资者的关注,但较少为人注意的是,日本股市的上涨已经持续了十年。上世纪九十年代经济泡沫破灭后,日本资本市场经历了长达十余年的下跌,之后徘徊在低位。十年前,日经 225 指数从低位反弹,已经收复了九十年代以来的大部分损失,日本交易所集团(日交所)市值创新高,显示一个长达三十年的资本市场周期正接近尾声。资本市场变化的背后是长期宽松的货币政策正逐渐把日本经济拉出通缩的泥沼,企业盈利在过去十年有明显改善。在利率有望上升、日元有望走强的背景下,国际资本可能会流入日本,给日本资本市场带来新的变化。

“失去的十年”到“被忽视的十年”

上世纪八十年代,日本资本市场进入泡沫状态,90 年代初日本货币政策快速收紧,资产泡沫破裂,日本进入“失去的十年”。日经指数从接近 39000 点高位下滑至 2003 年不到 8000 点。21 世纪前十年,2007 年的国际金融危机打断了市场的复苏之路,日经指数总体呈震荡状态,2012 年末日经指数徘徊在 9000 点以下。“被忽视的十年”起始于 2012 年底安倍晋三政府上台。在“安倍经济学”推动下,经济增速温和回暖,日企经营状况逐渐好转,资本市场逐步走强。2024 年 1 月 24 日,日经指数达到 36226 点;日本所有交易所 2023 年全年股票成交额创新高。

日本是全球重要资本市场

日交所经过一系列合并重组形成,目前主要包含东京证券交易所和大阪证券交易所,分别负责股票和衍生品的交易。23 年末日本上市公司总市值 6.1 万亿美元,2023 年末占全球主要交易所上市公司市值的 8.0%,和上交所(8.5%)占比相近,高于深交所(5.7%)和港交所(5.2%)。2023 年 12 月,日交所日均成交量约 306 亿美元,高于港交所的 126 亿美元,但弱于上交所和深交所。融资方面,日交所上市公司数量和新上市数量在 2013 年后稳定增长,融资规模维持在较高水平。

为何日交所市值低于港交所?

与港交所相比,日交所的上市公司总市值和交易量都更高,但日交所本身市值却长期小于港交所,原因可能是日交所的盈利能力相对较弱,日交所的费率和现金投资收益都比港交所低。凭借更高的利润率和更强的增长势头,2013 年底至 2023 年,港交所(19x-60x PE)一直较日交所(9x-32x)享有估值溢价。但 2023 年港交所股价持续下滑(-18%)、日交所股价抬升(+62%)后,双方 PE 倍数都达到了 30x 左右,估值差距消失。进入 2024 年,日交所估值倍数甚至反超港交所。港交所市值对比日交所市值,从 2021 年的 6-7 倍收缩到 2024 年初的 3 倍。

走出通缩的潜在影响

市场预期日本有望逐步走出通缩,推动利率上涨,日元有望升值,对日本资本市场可能产生深远影响。日本的经济增长、资本市场表现、潜在货币升值可能吸引国际资金(包括日本企业的海外资金)流入日本,或可能推升资本市场的交易活跃程度。此外利率上升有助于提升交易所的投资收益。日交所当前收入结构中,大部分与交易活动相关,投资收益占比较少,与其资产规模不匹配。我们认为这与日本国内的低利率环境有关。

风险提示:市场成交量不及预期;全球宏观环境变化;日本交易所资产的投资方向存在不确定性。

知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。
提供研报专业定制服务。

（免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用）

CR 全球资讯精读



入宝藏群请加
quanqizixun8

全球资讯精读



知识星球

正文目录

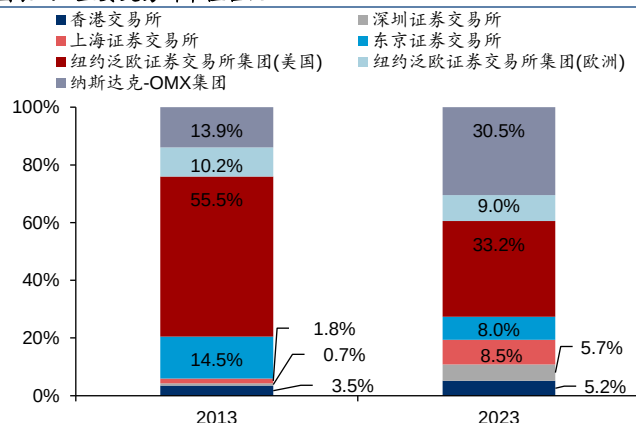
“被忽视的十年”	3
“失去的十年” vs. “被忽视的十年”	3
盈利增长推动股市上涨	4
总市值重返高点，成交量创新高	5
海外资金是重要力量	6
“日交所”市值创新高	8
估值反超港交所	8
交易费率相对较低	10
低息环境压制投资收益	12
上市公司数量稳定增长	13
走出通缩的潜在影响	13
风险提示	14

“被忽视的十年”

日本资本市场拥有悠久的历史，穿越多个周期。广为人知的是上世纪九十年代经济泡沫破灭后，资本市场长达十年的下跌，被称为“失去的十年”。但较少人注意到的是，过去的十年中日本资本市场从低位反弹，日经指数收复了“失去的十年”中大部分损失，我们认为这是“被忽视的十年”。

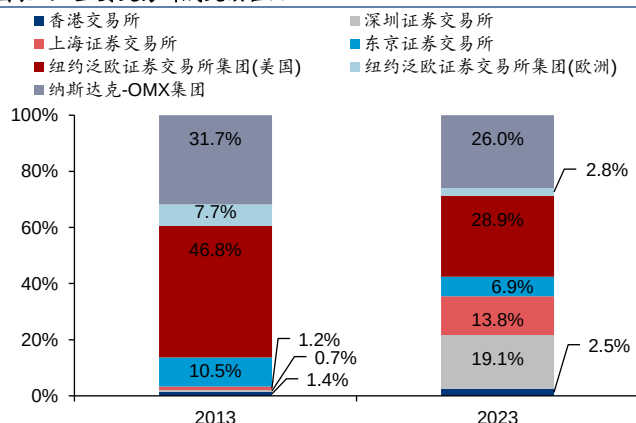
日本资本市场在国际上占据一席之地。2013年后，中国资本市场快速发展，沪深两市一跃成为仅次于美国的全球第二大融资和交易中心，亚洲资本市场的中心逐渐从日本转向沪深两市和香港市场，但是日本目前仍是全球资本市场不可忽视的一部分。截至2023年年末，东交所上市公司市值大于深交所和港交所，并在2024年1月11日反超上交所。2023年，东交所全年成交额弱于上交所和深交所，但好于港交所。

图表1：主要交易所市值占比



资料来源：世界交易所联合会，Wind，华泰研究

图表2：主要交易所成交额占比



资料来源：世界交易所联合会，Wind，华泰研究

“失去的十年” vs. “被忽视的十年”

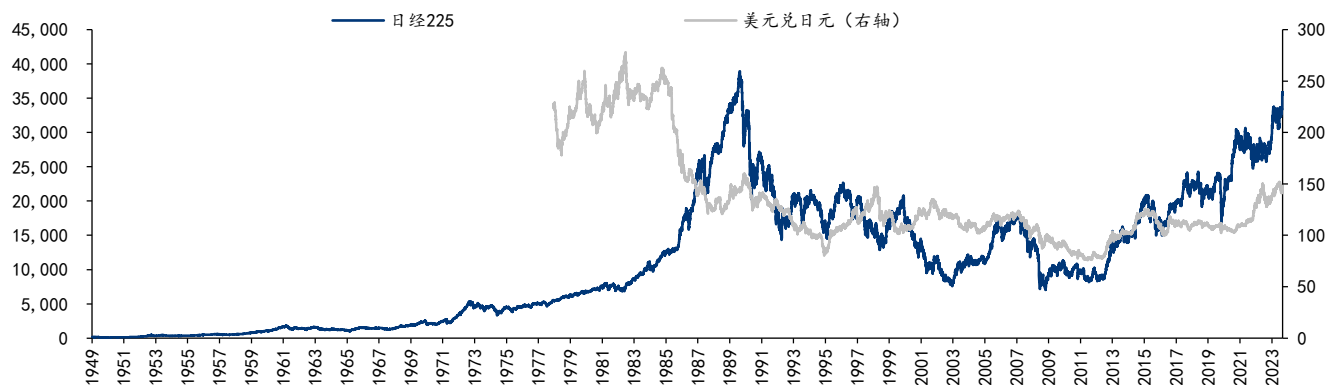
经济泡沫破裂带来“失去的十年”。80年代，在日本修订《外汇法》和签订《广场协议》的双重影响下，日本房地产和股市的泡沫快速膨胀，日本资本市场进入空前的繁荣，股票市值快速增长，投资者情绪高涨，成交量快速提升。80年代末，日经225指数最高来到38,915.87点。90年代初，日本货币政策快速转向，此前的货币宽松时代结束，经济泡沫快速破裂，资产价格严重缩水，2年内日经指数最大回撤达到63%。社会投资需求减少，市场成交量曾一度缩水近80%。此外社会不良贷款增加，金融机构陷入困境，日本陷入严重萧条。时至今日，日经225指数也未曾重返当年的高点。

20世纪日本的经济要追溯到二战后。二战后，在美国“道奇计划”推动下，日本进行了一系列改革，经济逐步恢复。1950年前，日本股市处于初期阶段，规模和增速较小。1950年后，受益于出口、技术升级和高度竞争的制造业，日本经济快速崛起，资本市场规模迅速扩张。60年代，日本出口导向的制造业快速发展，技术升级和科技创新持续进行，日本企业在国际上的竞争力增强，日本GDP增速超过10%。日本政府鼓励资本市场发展，东交所市场二部诞生，推动日本多层次资本市场建设。

经历“失去的十年后”，为了对抗通货紧缩，日本央行将基准利率降至0%，日本进入0利率时代。21世纪初，日本央行实施量化宽松政策，通过购买长期国债的方式增加市场流动性，试图将通胀维持在大于0%的水平。然而GDP增速在这一时期并没有明显上升。资本市场在这一期间有所起色，总市值、交投活跃度、日经225指数均表现出一定程度的复苏，但受2008年次贷危机影响，日本股市再次受挫。

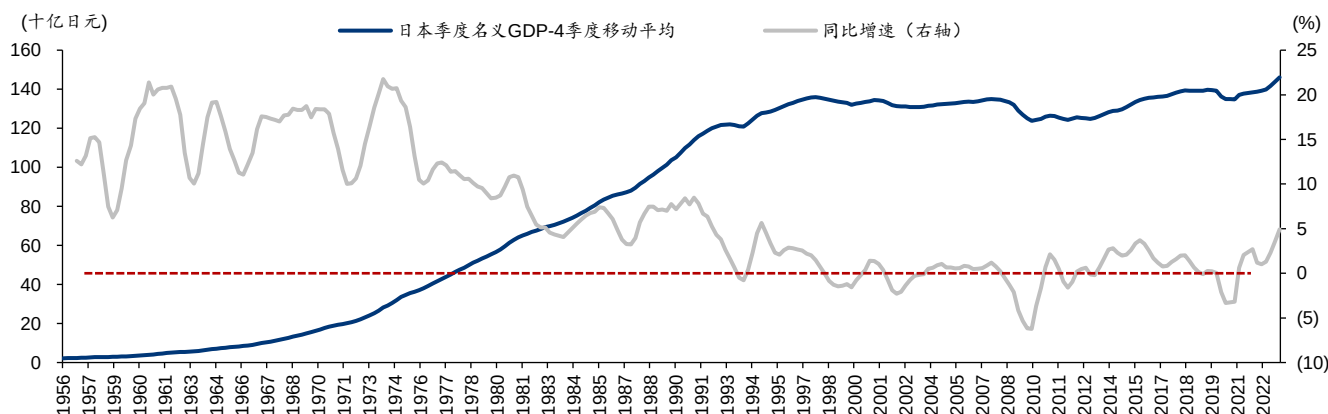
“被忽视的十年”起始于安倍晋三政府上台。2012 年底，安倍晋三政府上台，出台了一系列被称为“安倍经济学”的经济政策，旨在刺激通货膨胀、提振消费和促进经济增长。这一政策组合包括货币宽松、财政刺激和结构性改革。日本 GDP 增速在这一阶段温和回暖，日企的经营状况逐渐好转，日本市场对外资的吸引力增强，资本市场表现亮眼。2013 年末-2023 年，日本交易所上市公司总市值和日经 225 指数分别增长 82% 和 105%，成交量维持在较高水平并在近期展现出进一步提升的趋势。

图表3：日经 225 指数和美元兑日元汇率



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：日本 GDP 和增速

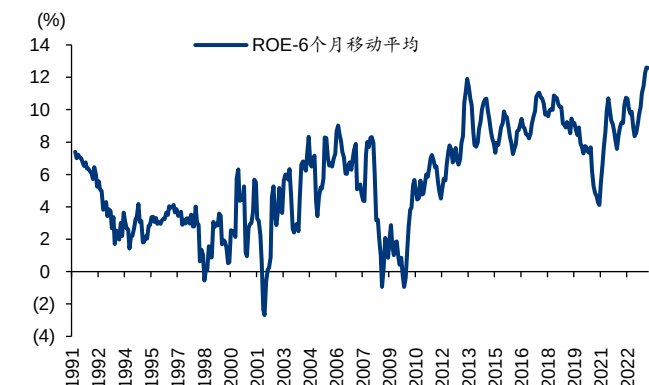


资料来源：日本内阁府，Wind，华泰研究

盈利增长推动股市上涨

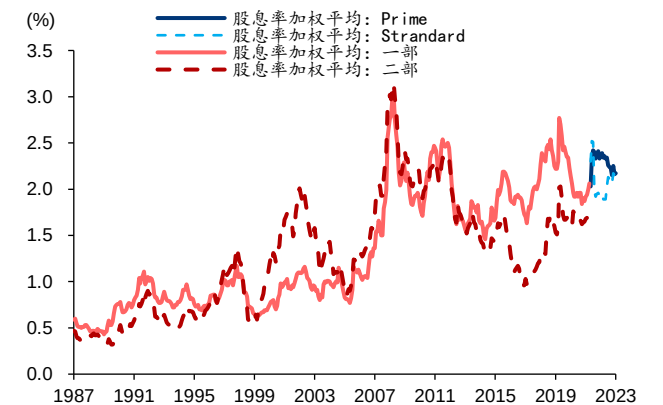
日本上市公司盈利改善，是驱动近十年日本股市上涨的主要原因。伴随经济复苏，2013 年以来日企盈利较“失去的十年”上升了一个台阶，表现出较强的韧性。疫情前日企上市公司的平均 ROE 在 7-12% 之间波动；受到疫情影响，ROE 短暂承压后快速反弹，并展现出进一步向上的趋势。在股东回报方面，80 年代后，尽管日本宏观经济和资本市场历经波折，上市公司股息率仍稳健上涨，目前东交所上市公司加权平均的股息率约 2%，在日本低利率环境下，对投资者保持着吸引力。

图表5：东交所上市公司 6 个月移动平均 ROE



资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

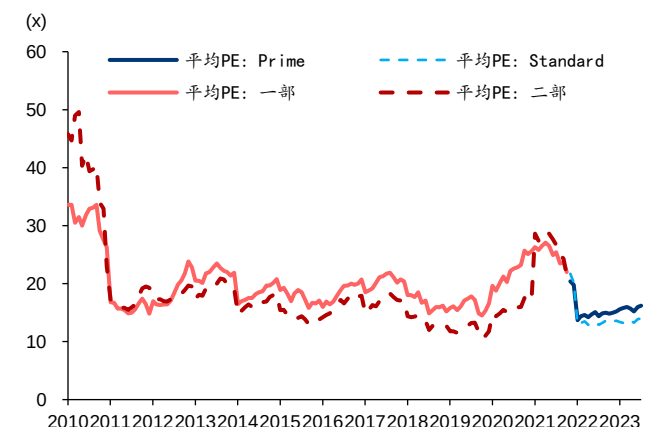
图表6：东交所上市公司加权平均股息率



资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

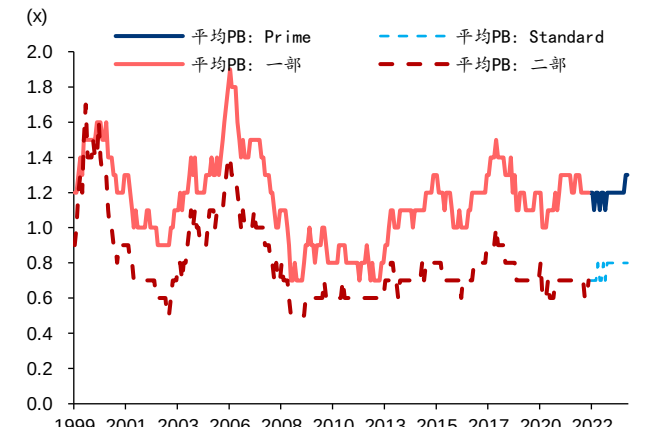
上市公司整体估值在过去二十年间大致稳定（除了 2021 年前后有所上升），是吸引投资者的另一个因素。尽管 2013 年后上市日企股价有十分亮眼的表现，但估值保持稳健且具备吸引力。2023 年末，Prime 市场和 Standard 市场的上市公司平均 PE 分别为 16.2x 和 14x，平均 PB 分别为 1.3x 和 0.8x。日企的估值走势一方面表现出较高的性价比，另一方面也意味着上市日企的 EPS 在上涨，进一步印证了基本面改善是本轮股价上涨的重要驱动力。

图表7：东交所上市公司平均 PE



资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

图表8：东交所上市公司平均 PB

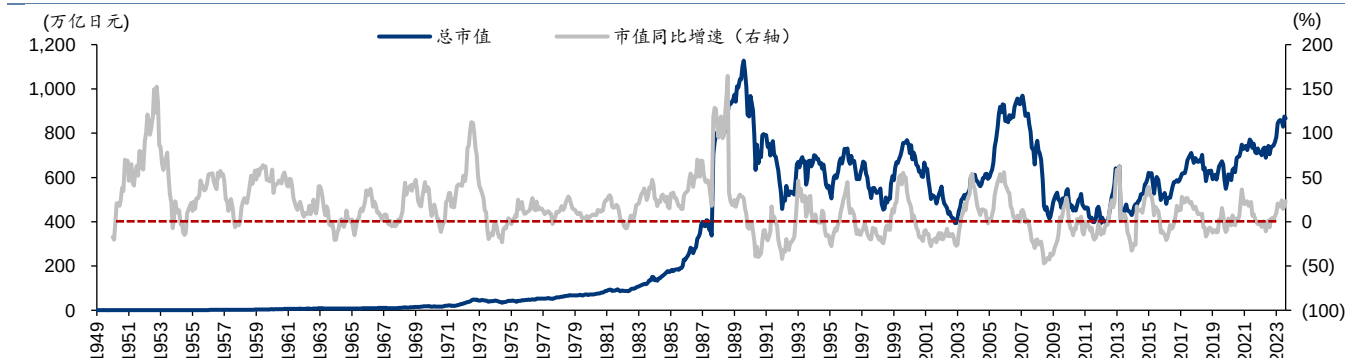


资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

总市值重返高点，成交量创新高

从总市值的角度看，日交所上市公司总市值已经接近经济泡沫破裂前的高点。考虑到过去十年日本始终面临通缩压力，结合图表 28 上市公司数量，总市值增长反映了上市公司群体的快速扩张和日本资本市场的回暖。

图表9：日交所集团上市公司总市值

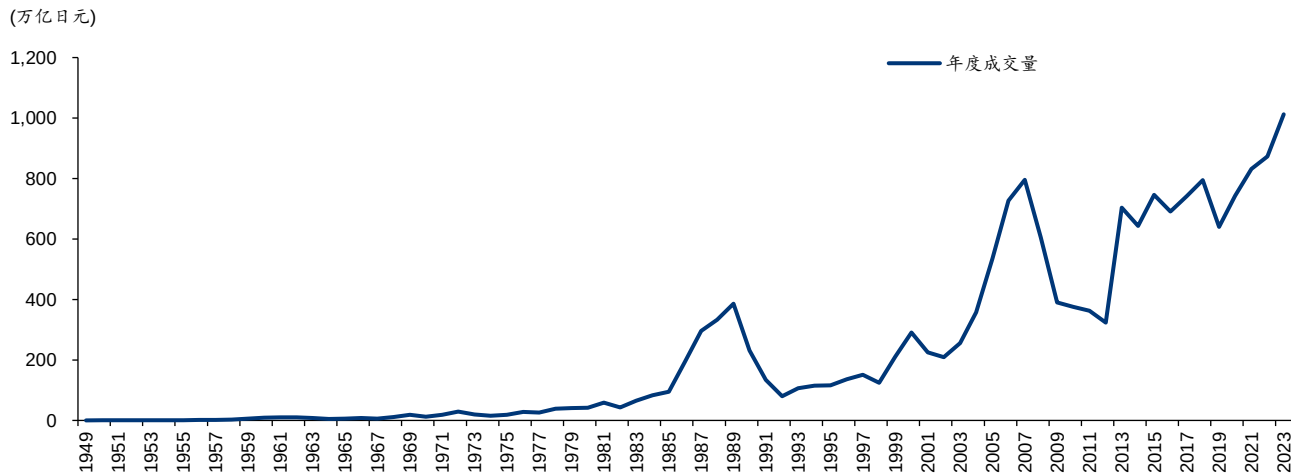


注：2013 年 7 月前总市值包括东交所和大阪交易所

资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

成交量是反映股市活跃程度的重要指标。过去十年中，成交量不断攀升，目前处于历史最高水平。过去十年间的平均成交量远高于“失去的十年”，即便八十年代末泡沫破裂前夕的成交量也远远不及过去十年的表现。

图表10：日本全部交易所股票全年成交量



资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

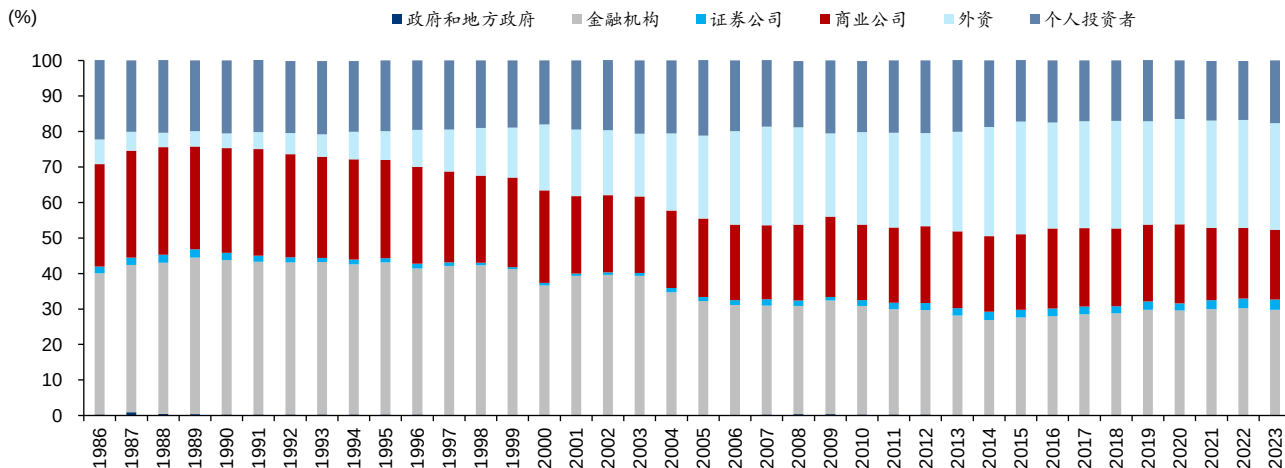
海外资金是重要力量

从股东结构上看，机构投资者占主导地位。上市日企股东中的机构投资者占比超过 80%，个人投资者占比从此前超过 20%一路降至 17.6%左右。

海外投资者是日本资本市场的重要组成部分。从股东结构上看，外资股东占比在广场协议后一路提升，由不到 5%涨至当 2023 年 30%。从交易上看，根据 Iwatsubo 和 Watkins 的相关研究《The Changing Role of Foreign Investors in Tokyo Stock Price Formation》，海外投资者在日本股市中的交易量占比超过 60%，并且海外主要投资者对日本权益证券的投资金额在 2013 年后一路上涨，买入净额的绝对值逐渐增加。我们认为，上市日企向好的基本面和估值优势或许是吸引外资赴日的重要原因。

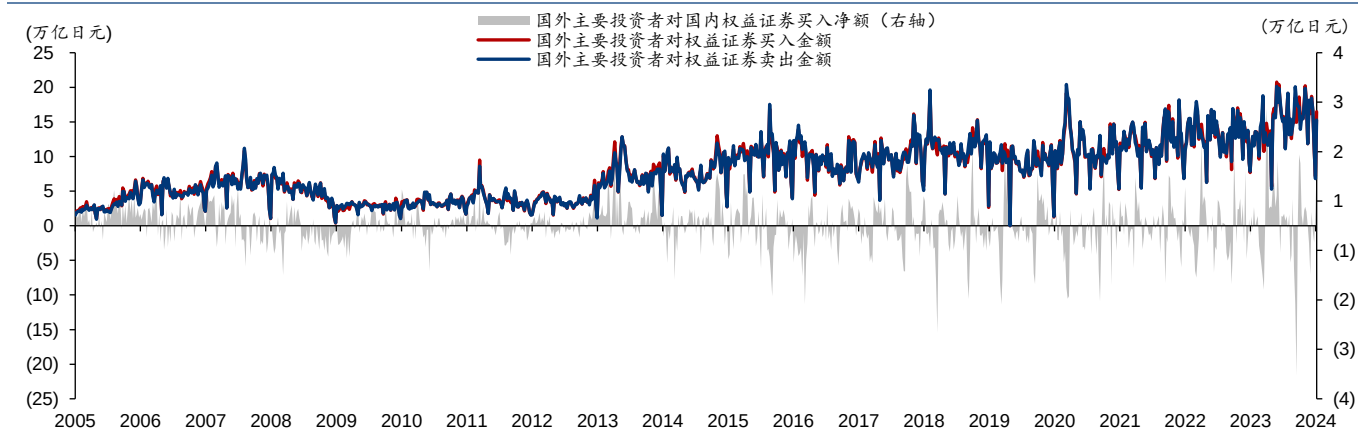
汇率或对日本股市有较大影响。日本股市较高的海外投资者占比使得日元汇率或会影响日本股市的表现，出于成本考虑，日元汇率或影响海外投资者对日本资产的偏好。观察图表 3，日经 225 指数和美元兑日元汇率表现出一定的相关性。

图表11：日本上市公司股东结构



资料来源：JPX, CEIC, 华泰研究

图表12： 外资买入和卖出日本权益证券金额

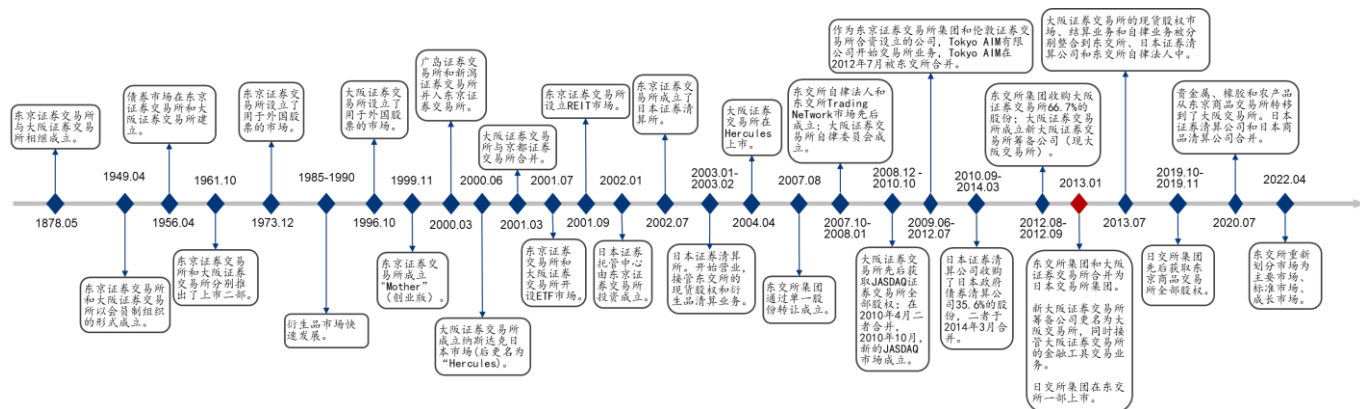


资料来源：Wind，华泰研究

“日交所”市值创新高

日本交易所集团经过合并重组形成了集现货交易、衍生品交易、商品交易、上市、清结算、数据服务为一体的综合性交易所。1949-1960 年，在美国“道奇计划”支持下，日本实施改革，促进经济复苏和股票市场发展。1960-1973 年，东交所市场二部的诞生，是日本多层次资本市场建设的开端。1973-1989 年是日本国际化业务加速期，日本经济全球竞争力提升，资本账户对外开放。1989-1999 年，泡沫经济破灭，东交所上市公司股价快速下跌，交易所改革规则吸引外国企业上市。1999-2013 年，是交易所改革深化期，包括系统性改革和多元业务拓展。2013 年至今，东京证券交易所与大阪证券交易所合并组建日本交易所集团，日交所集团成为集多元业务和多重职能的综合化交易所。

图表13：日本交易所集团发展历史



资料来源：公司官网，华泰研究

图表14：日本交易所集团的附属和联营实体

公司名称	股本（日元，百万）	主要业务	持有投票权比例（%）
东京证券交易所	11,500	建立/运营金融工具交易市场，用于证券交易	100
大阪交易所	4,723	建立/运营金融工具交易市场，用于衍生品交易	100
东京商品交易所	1,989	建立/运营大宗商品市场	100
JPX 市场创新与研究	1,000	提供与市场、数据相关的服务	100
日本交易所自律监管	3,000	由东京证券交易所和大阪证券交易所委托的自律监管运营	100
日本证券清算公司	9,584	提供现货、衍生品、商品的交易清算服务	A 类股份：100.0% / B 类股份：100.0% / C 类股份：60.4% / D 类股份：52.9%
SCRIPTS 亚洲,K.K.	5	企业大事纪要服务	100
ICJ 公司	200	为机构投资者提供电子投票平台的运营	50
Tosho 计算机系统公司	400	委托数据处理等	35
日本证券托管中心	4,250	日本唯一负责运营综合证券结算基础设施系统的组织	24.8

资料来源：公司公告，华泰研究

估值反超港交所

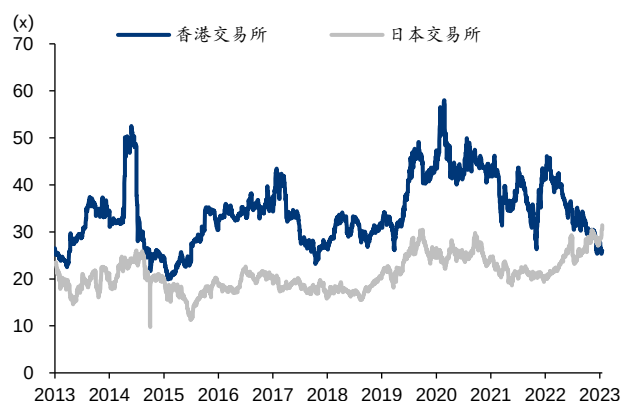
估值增长驱动日交所市值创新高。2024 年，日交所市值达到新高，相比 2023 年初增长超过 70%，同期日交所估值的增长超过 50%，是推动市值增长的主要驱动力。回顾历史，日交所的估值均值约 20 倍，仅曾在 2020 年短暂超过 30 倍，而 2024 年日交所估值再次超过 30 倍，部分体现出投资者对日本资本市场交投活跃度的信心。

日交所上市公司总市值和成交量均大于港交所，但日交所本身市值却长期小于港交所，原因可能是日交所的盈利能力相对较弱，日交所的费率和现金投资收益都比港交所低。凭借更高的利润率和更强的增长势头，2013 年底至 2023 年，港交所（19x-60x PE）一直较日交所（9x-32x）享有估值溢价。但在 2023 年港交所股价持续下滑、日交所估值抬升后，年末双方 PE 倍数都达到了 30x 左右，估值差距消失。进入 2024 年，日交所估值倍数甚至反超港交所。港交所的市值也收窄到了日交所的 3 倍（2021 年接近 6-7 倍）。

汇率在历史上也呈现出与日交所估值的相关性。根据图表 16，历史上日本交易所的估值和美元兑日元汇率表现出较强的相关性，仅 2019 年在疫情和全球较为极端的货币政策下出现较明显的背离走势。我们认为，这种相关性可能是因为日元走贬会降低海外投资者的资金成本，增加海外投资者对日元资产的偏好，提高日本市场的交易活跃度，进而提升日交所的业绩增长预期和估值。

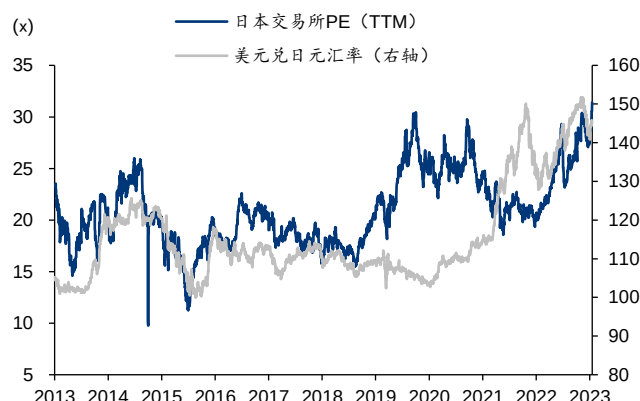
日交所和港交所上市公司市值之间的差距再次拉大。2002 年以来，日交所集团上市公司总市值（2013 年 7 月前包括东交所和大阪交易所）高于港交所，后续随着港交所上市改革以及香港和内地互联互通加深，港交所和日交所上市公司市值之间的差距逐步缩小。2021 年后，两地市值的差距再次拉大。

图表15：日交所 vs 港交所估值对比：PE (TTM)



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表16：日交所估值和美元兑日元汇率



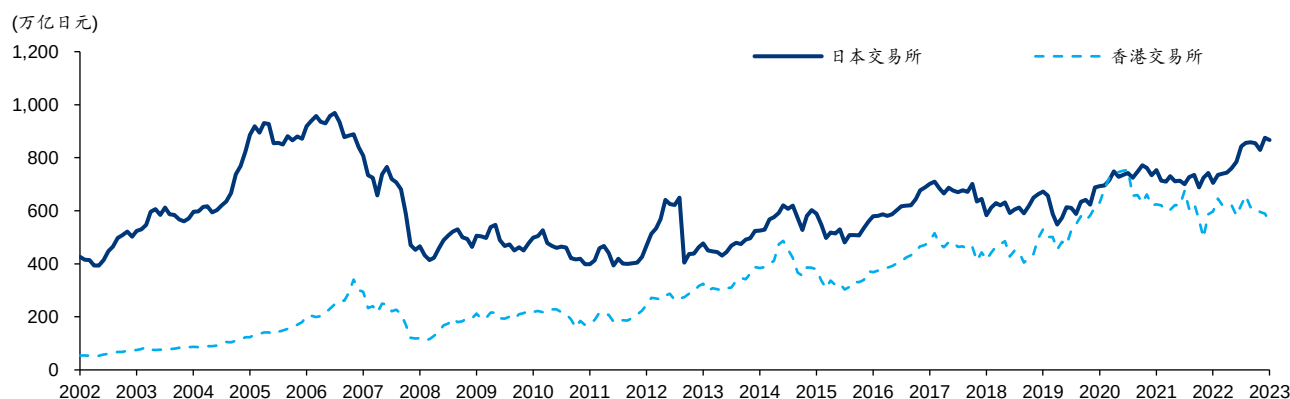
资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

图表17：日交所 vs 港交所市值对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表18：日交所 vs 港交所上市公司市值对比



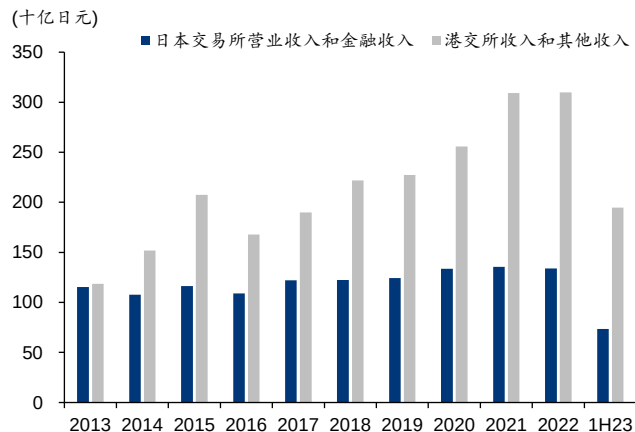
注：2013 年 7 月前总市值包括东交所和大阪交易所

资料来源：JPX，CEIC，HKEX，Wind，华泰研究

交易费率相对较低

日交所利润相对稳定，利润规模弱于港交所。2013-2022 年日交所归母净利润 CAGR 约 3.7%，而同期港交所的归母净利润 CAGR 为 12.0%，1H23 港交所的归母净利润约为日交所的 3.7 倍。此外，日交所的收入较为稳定，收入规模亦落后于港交所。

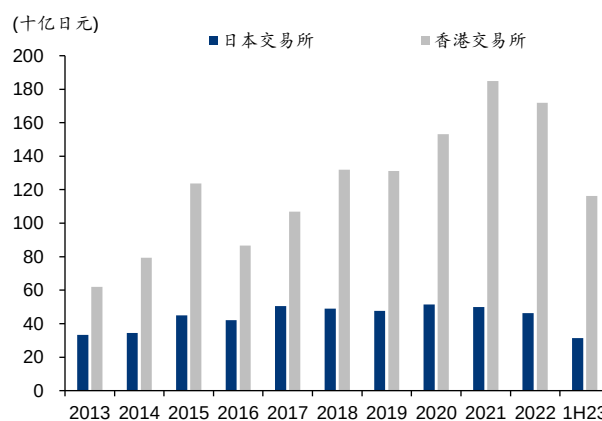
图表19：日交所集团 vs 港交所：收入



注：日交所财年截至每年3月31日

资料来源：公司公告，华泰研究

图表20：日交所集团 vs 港交所：归母净利润

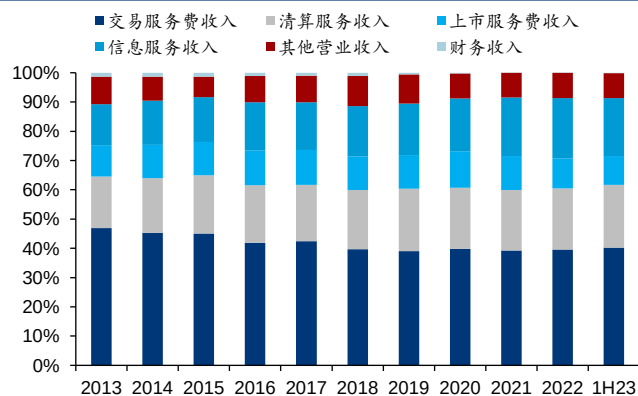


注：日交所财年截至每年3月31日

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

核心收入来源类似港交所。与港交所类似，与交易相关的收入（交易服务费收入和清算服务费收入）是日交所收入的主要来源。2013 年后，受益于“安倍经济学”，日本资本市场的交易活动保持活跃，支撑日本交易所收入的增长。此外，信息服务收入同样带动日交所收入增长，其在收入中的占比由 2014 年的 14% 提升至 1H23 的 20%，体现出日交所对系统开发与升级的重视。

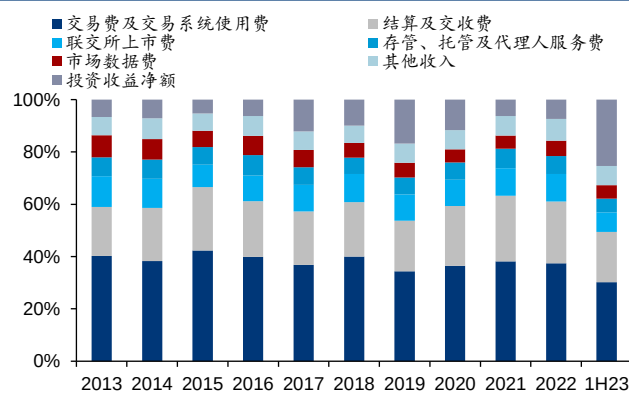
图表21：日交所集团营业收入结构



注：日交所财年截至每年3月31日

资料来源：公司公告，华泰研究

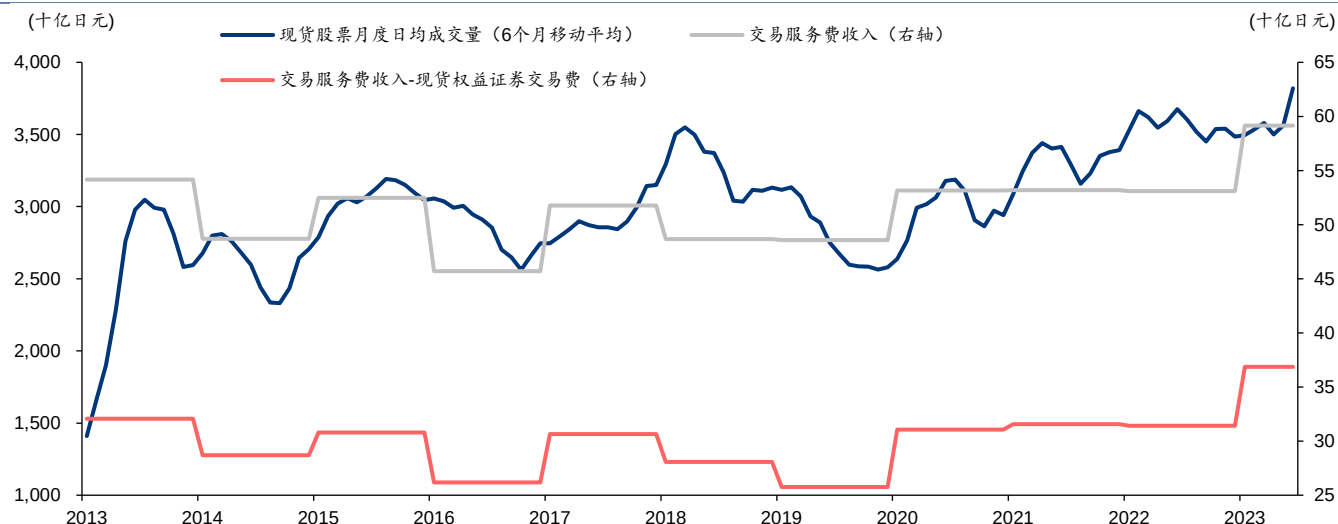
图表22：港交所收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究

日本交易所交易服务费收入与交投活跃度强相关。观察历史数据，我们发现 2013 年后，日本现货市场的日均成交量存在一定波动并小幅上涨，在这个过程中，日交所的交易服务费收入也展现出类似的趋势。

图表23：现货股票日均成交量和交易服务收入



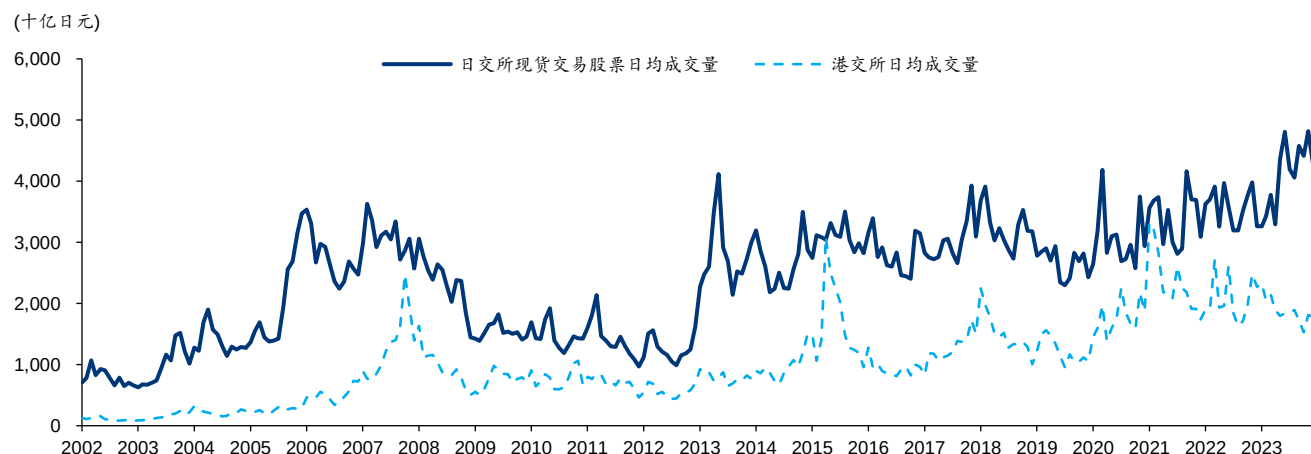
注：1H23 公司收入经简单年化

资料来源：JPX，华泰研究

日本市场活跃度强于港股市场。近期二者走势相背，或由于两个市场交投活跃度的驱动力不同。2002 年以来，日本市场的日均成交量通常大于香港市场，二者仅在 2007 年、2015 年和 2021 年时较为接近。从趋势上看，在 2021 年前，香港和日本市场展现出较为类似的走势，但在 2021 年后二者出现背离。我们猜测这或许和两个市场的交易活动的主要驱动力不同有关。日本市场的成交量和美元兑日元汇率之间有较显著的相关性，而香港市场的成交量则更多地取决于 10 年期美债收益率。

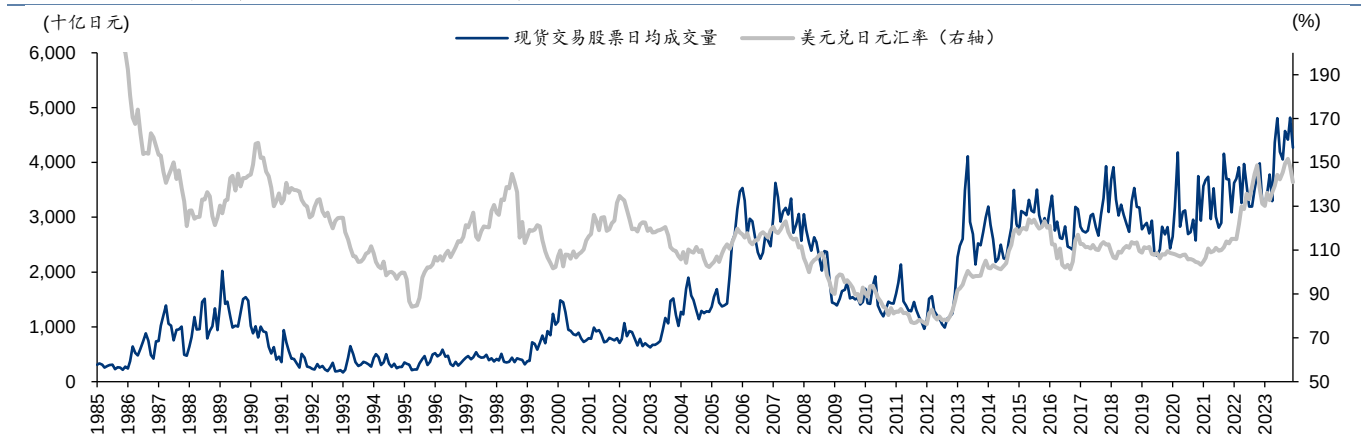
日交所的整体交易服务费率低于港交所。日本市场的成交量大于香港市场，但日交所的交易服务相关的收入却小于港交所，这或许和两个交易所收取的服务费率不同有关。港交所的交易费率为 0.00565%，日交所的标准交易费率为 0.002%-0.003%。

图表24：日交所集团 vs 港交所：日均成交量



资料来源：JPX，HKEX，Wind，华泰研究

图表25: 日交所现货股票日均成交量和美元兑日元汇率



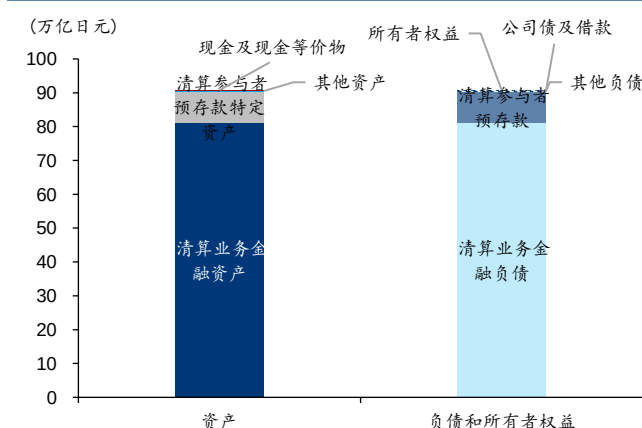
资料来源：JPX、Wind、华泰研究

低息环境压制投资收益

日交所投资收益偏弱。投资收益是日交所和港交所收入结构的主要差异，业务韧性或弱于港交所。受益于海外高息环境，港交所 1H23 投资收益能够贡献约 25% 的总收入，部分抵消了高息对交投活跃度的拖累。和港交所不同，日交所财务收入的贡献并不明显，其收入主要依赖市场成交，这意味着在市场不活跃的时候，公司业绩可能受到较大影响，我们认为，日交所的业务韧性和收入多元性可能弱于港交所。

利率环境或是造成两大上市交易所投资收益不同的主要原因。日交所的资产负债表中，清算所在清算业务中产生的资产和负债占比较大，此外还包括部分清算参与者预存的特定资产。港交所的资产负债表中同样包含部分清算所资金用以隔夜存放。对于清算参与者的抵押品，日本清算所用以投放有担保的拆借贷款（日本国债为抵押物）或存入银行。2024年1月19日，中国香港地区隔夜/6个月/12个月的HIBOR约4.05/4.76/4.76%，而日本无担保拆借利率为负。两个交易所所属地区的利率环境不同导致日交所没有符合自身资产规模的投资收益。

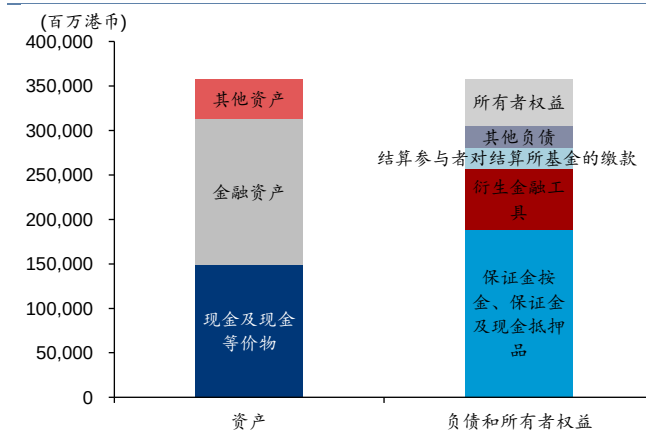
图表26: 日交所集团资产负债结构



注：日交所财年截至每年3月31日

资料来源：公司公告，华泰研究

图表27: 港交所资产负债结构



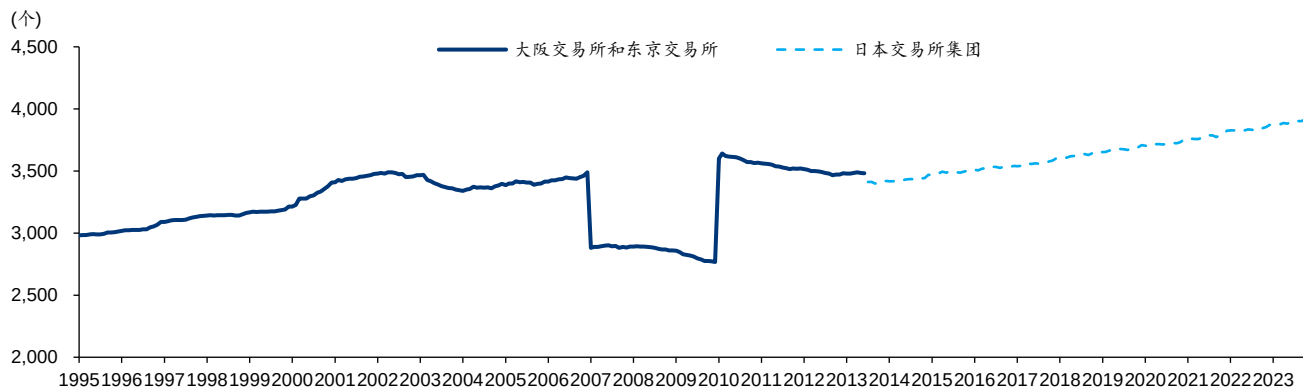
注：日交所财年截至每年3月31日

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

上市公司数量稳定增长

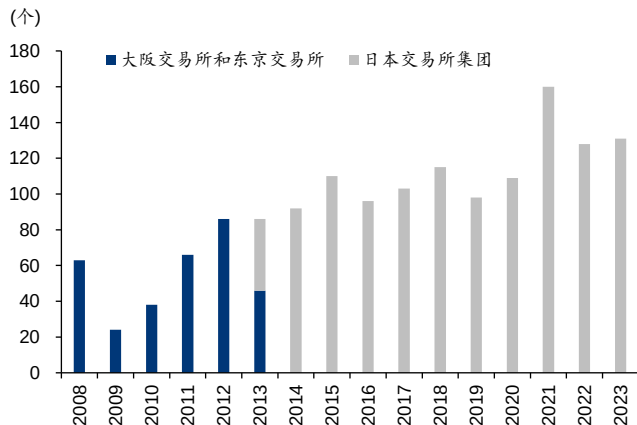
融资是交易所的重要功能，也是交易所的重要收入来源。交易所的上市服务收入一般可以分为上市年费和上市发行费，并且通常取决于交易所的已上市公司和产品的数量、新上市的公司和产品的数量，以及融资规模。日本是曾经的亚洲金融中心，并在近些年逐步修复，日交所在这个过程中充分发挥融资功能，上市公司数量和新上市数量在 2013 年后稳定增长，融资规模维持在较高水平，我们认为这和日本政府的宏观政策、日本市场对国际投资者的吸引力以及交易所自身的改革息息相关。

图表28：上市公司数量



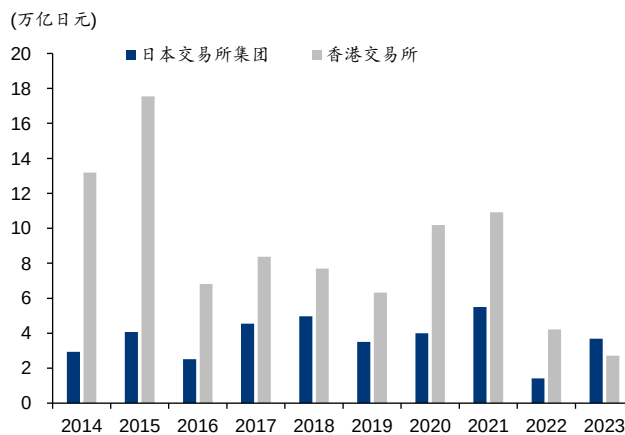
资料来源：世界交易所联合会，华泰研究

图表29：新上市数量（包括 IPO）



资料来源：世界交易所联合会，华泰研究

图表30：日交所集团 vs 港交所：融资金额（包括 IPO 融资）

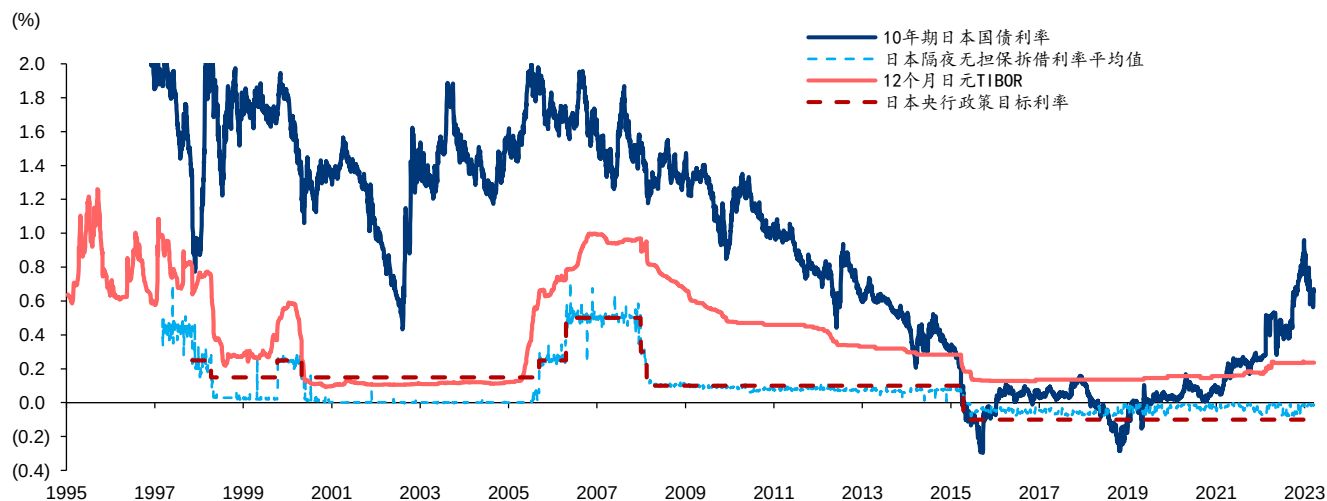


资料来源：世界交易所联合会，华泰研究

走出通缩的潜在影响

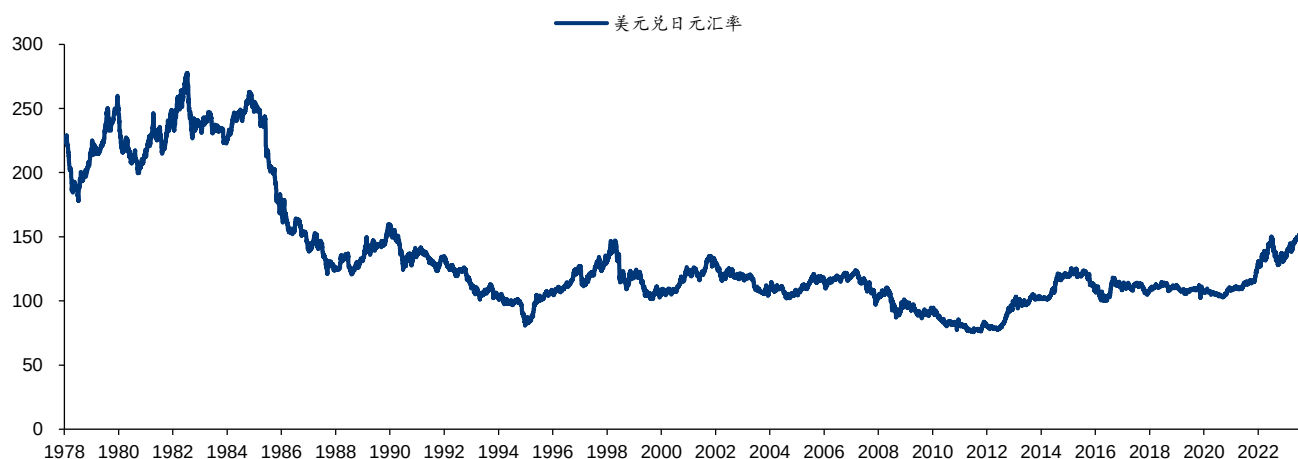
市场预期日本有望逐步走出通缩，推动利率上涨，日元有望升值，对日本资本市场可能产生深远影响。日本的经济增长、资本市场表现、潜在货币升值可能吸引国际资金（包括日本企业的海外资金）流入日本，或可能推升资本市场的交易活跃程度。此外利率上升有助于提升交易所的投资收益。日交所当前收入结构中，大部分与交易活动相关，投资收益占比较少，与其资产规模不匹配。我们认为这与日本国内的利率环境有关。日交所的资产和负债大部分由清算所的清算业务产生，对于清算参与者的抵押品，日本清算所以投放有担保的拆借贷款（日本国债为抵押物）或存入银行，目前日本无担保拆借利率为负。倘若未来日本国内利率上升，日交所有望利用其资产获取一定投资收益，或将利好公司收入和净利润。

图表31：日本利率环境



资料来源：日本财务省，日本央行，日本全国银行协会，Wind，华泰研究

图表32：美元兑日元汇率



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 市场成交量不及预期，可能影响日本交易所的业绩。
- 2) 全球宏观环境变化可能影响日本市场和交易所的估值。
- 3) 日本交易所资产的投资方向存在不确定性，可能影响其未来的投资收益。

免责声明

分析师声明

本人，李健，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。
提供研报专业定制服务。

（免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用）

全球资讯精读



入宝藏群请加
quanqizixun8

全球资讯精读



知识星球

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司