

【广发海外】金山软件 (03888.HK)

整体盈利提升，业务稳健，现金充盈

核心观点：

- **公司披露 20Q1 业绩公告，收入基本符合预期，利润略超预期。** 20Q1 金山云出表，收入 11.71 亿元 (YoY +32%)，持续经营业务净利 3.60 亿元 (YoY +278%)，非持续经营业务 (金山云) 净亏损 4.81 亿，归母净利 626 万元。20Q1 毛利率 82.8%，运营利润率 32.9%，同比明显提升，环比略降；净利率 30.7%，反映游戏和办公的高盈利性。销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 12.5%、30.3%、8.0%。Q1 实现财务收入 0.98 亿，应占联营公司亏损 0.64 亿 (主要是猎豹)。
- **游戏：20Q1 收入同比+30%，我们估算利润率超过 30%，预计 20Q2 收入环比持平。** 20Q1 收入 7.81 亿，日均最高同步用户数、月付费账户数同比和环比均增长，5 月《剑网 3》PC 游戏新发资料片“结庐在江湖”，有望推动 Q2 收入增长。储备新游《指尖江湖》新版本计划 6 月下旬上线，《剑歌行》预计 8、9 月上线。
- **WPS：收入同比+36%达 3.91 亿，预计 20 年收入维持高增长。** 用户数持续提升且仍有一定增长空间，20Q1 主要产品 MAU 同比增长 36% 至 4.47 亿，截至 3 月 2 日金山文档 MAU 达 2.4 亿 (较 19 年 12 月增长 4 倍)。收入端，线上 2C 业务增长强劲，线下 2B 业务略受疫情影响，后续关注付费用户转化率和 ARPU 值的增长驱动。
- **维持“买入”评级。** 预计公司 20~21 年归母净利为 5.39 亿元、9.12 亿元。根据 SoTP 结论，合理价值为 36.1 港元/股。办公和云发展势头强劲，受益于企业在线化及国产化趋势；老游戏持续性强，新游上线将带来增量。截至 20Q1 公司现金及银行存款 120 亿元，新发 31 亿可转债进一步充盈现金。
- **风险提示。** 老游戏流水自然回落，新游不及预期；WPS 在科创板估值波动，2C 业务增长不及预期；云服务市场竞争导致亏损扩大。

盈利预测：

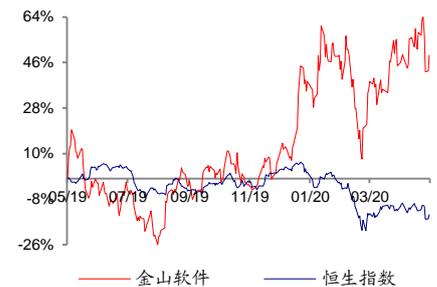
(人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,906	8,327	5,429	6,703	8,264
增长率 (%)	14.0%	41.0%	-	23.5%	23.3%
归母净利润 (百万元)	389	-1,546	539	912	1,195
增长率 (%)	-87.8%	-497.3%	-	69.3%	31.0%
EPS (元/股)	0.28	-1.13	0.39	0.66	0.87
市盈率 (P/E)	78.4	-	56.7	33.5	25.5
市净率 (P/B)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	-	168.0	21.6	16.5	12.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：历史 EPS 按最新股本摊薄；2020 年因金山云出表，收入和利润口径有所调整。增长率不能反映持续经营情况。

公司评级

公司评级	买入
当前价格	24.9 港元
合理价值	36.1 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-27

相对市场表现



分析师：

杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】金山软件 2020-03-25

(03888.HK)：业绩超预期，游戏恢复增长，WPS 和云势头强

【广发海外】金山软件 2020-01-16

(03888.HK)：金山云上市将正向影响现金流

【广发海外】金山软件 2019-11-14

(03888.HK)：业绩好于预期，WPS、云相继上市提振信心

公司披露20Q1业绩公告，收入基本符合预期，利润略超预期。20Q1公司将金山云重分类为非持续经营业务并将在上市后出表成为联营公司，Q1对利润表进行重述，以反应持续经营业务(游戏、WPS)变化情况，20Q1收入实现11.71亿元(YoY +32%)，持续经营业务实现净利3.60亿元(YoY +278%)，实现归母净利(含游戏、WPS、云)626万元。20Q1毛利率82.8%，运营利润率32.9%，同比明显提升，环比略降；净利率30.7%，反映出游戏和办公的高盈利性。销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为12.5%、30.3%、8.0%。Q1实现财务收入0.98亿，应占联营公司亏损0.64亿(主要是猎豹)。

游戏：20Q1收入同比+30%，我们估算利润率超过30%，预计20Q2收入环比持平。20Q1实现收入7.81亿(+30%YoY)，日均最高同步用户数、月付费账户数均实现同比和环比增长，收入环比下降主要是19Q4新发资料片充值收入较高，5月新发资料片“结庐在江湖”，有望推动Q2收入增长。根据业绩会高管披露，储备新游《指尖江湖》新版本计划6月下旬上线，《剑歌行》预计8、9月上线。

WPS：收入同比+36%达3.91亿，预计20年收入维持高增长。用户数持续提升且仍有一定增长空间，20Q1主要产品MAU同比增长36%至4.47亿，截至3月2日金山文档MAU达2.4亿(较19年12月增长4倍)。收入端，线上2C业务增长强劲，线下2B业务略受疫情影响，后续关注付费用户转化率和ARPU值的增长驱动。

云：将出表以联营公司计入报表，对公司财务和利润端均有正向影响，云仍然是高景气行业，金山云收入维持高增长，亏损率持续缩窄，扭亏在望。根据公司公告，金山云20Q1未经审核收入约为13.5亿元~14亿元，同比增加59.6%~65.5%，公有云服务及企业云服务业务均实现增长，毛利率不低于19Q4的4.6%。

维持“买入”评级。预计公司20~21年归母净利为5.39亿元、9.12亿元。根据SoTP结论，合理价值为36.1港元/股。办公和云发展势头强劲，受益于企业在线化及国产化趋势；老游戏持续性强，新游上线将带来增量。截至20Q1公司现金及银行存款120亿元，新发31亿可转债进一步充足现金。

风险提示。老游戏流水自然回落，新游不及预期；WPS在科创板估值波动，2C业务增长不及预期；云服务市场竞争导致亏损扩大。

表 1: 金山软件分部估值

分业务	持股比例	收入 (RMB 百万元)		净利润 (RMB 百万元)		PE(倍)	PS(倍)	各业务估值 (RMB 百万元)	各业务估值 (百万港元)
		2019	2020E	2019E	2020E	2020E	2020E		
游戏	67.7%	2,749	3,158	709	994	10		6,727	7,534
金山办公	52.7%	1,622	2,271	401	639	65		21,889	24,516
小计		4,371	5,429					28,616	32,049
金山云	46.3%	3,956	6,726				5.0	15,570	17,439
合计								44,186	49,488

对应合理价值 36.1 港元/股

另, 现金+银行存款 120 亿元人民币+新发 31 亿港元可转债

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 1. 公司未披露游戏业务净利润, 表中历史数据为我们估算值; 2. 人民币兑港元汇率 1.12。

表 2: 金山软件分业务预测表 (人民币百万元)

营业收入	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2E
游戏	2,552	2,749	3,158	3,569	600	570	663	916	781	770
办公	1,137	1,622	2,271	3,134	288	386	383	566	391	488
合计	3,689	4,371	5,429	6,703	887	956	1,047	1,481	1,171	1,258
收入增速	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2E
游戏	-18.2%	7.7%	14.9%	13.0%	-5.2%	-2.1%	-2.2%	38.9%	30.2%	35.1%
办公	56.1%	42.7%	40.0%	38.0%	35.4%	30.8%	49.6%	51.5%	35.8%	26.5%
合计	-4.2%	18.5%	24.2%	23.5%	5.0%	9.0%	12.0%	43.5%	32.0%	31.6%
收入占比	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2E
游戏	69.2%	62.9%	58.2%	53.2%	67.6%	59.6%	63.4%	61.8%	66.7%	61.2%
办公	30.8%	37.1%	41.8%	46.8%	32.4%	40.4%	36.6%	38.2%	33.3%	38.8%
合计	100%									
毛利率	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2E
合计	79.6%	79.4%	82.3%	82.7%	80.3%	76.8%	78.7%	84.3%	82.8%	82.1%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 金山云上市后将出表, 20Q1起分业务不单列金山云, 我们根据金山云招股书数据对整体毛利率进行重述。

表 3: 金山软件利润表简表

(百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q4	20Q1	20Q2E
营业收入	5,906	8,327	5,429	6,703	887	1,481	1,171	1,258
营业成本	3,169	4,851	960	1,158	175	233	201	225
销售费用	727	984	692	863	107	228	147	161
研发费用	1,839	2,085	1,655	2,003	369	408	355	384
行政费用	449	529	444	523	79	130	93	111
股份酬金成本	212	245	139	171	39	39	31	33
营业利润	-302	-193	1,701	2,147	172	512	385	385
除税前溢利	-25	-1,921	1,624	1,770	138	216	424	417
持续经营净利润			1,368	1,513	95	138	360	353
净利润	-165	-2,083	618	1,513	-200	-195	-121	84
归属母公司净利润	389	-1,546	539	912	-68	-99	6	138
EPS(元/股)	0.28	-1.13	0.39	0.66	-0.05	-0.07	0.00	0.10
主要比率	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q4	20Q1	20Q2E
毛利率	46.3%	41.8%	82.3%	82.7%	80.3%	84.3%	82.8%	82.1%
销售费用率	12.3%	11.8%	12.8%	12.9%	12.1%	15.4%	12.5%	12.8%
研发费用率	31.1%	25.0%	30.5%	29.9%	41.6%	27.5%	30.3%	30.5%
行政费用率	7.6%	6.4%	8.2%	7.8%	8.9%	8.8%	8.0%	8.8%
股份酬金成本率	3.6%	2.9%	2.6%	2.6%	4.4%	2.6%	2.6%	2.6%
营业利润率	-5.1%	-2.3%	31.3%	32.0%	19.4%	34.6%	32.9%	30.6%
税前利润率	-0.4%	-23.1%	29.9%	26.4%	15.6%	14.6%	36.2%	33.2%
所得税率	-560.5%	-8.4%	15.8%	14.5%	31.2%	36.1%	15.1%	15.4%
归属母公司净利率	6.6%	-18.6%	9.9%	13.6%	-7.6%	-6.7%	0.5%	10.9%
YoY	2018	2019	2020E	2021E	19Q1	19Q4	20Q1	20Q2E
营业收入	14.0%	41.0%	-	23.5%			32.0%	31.6%
归属母公司净利润	-88%	-497.3%	-	69.3%			-	-

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 金山云上市后将出表, 20Q1起季度数据中金山云以非持续经营业务列入, 并对历史季度数据进行重述。

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,080	17,333	15,267	16,366	18,170
货币资金	9,967	13,792	13,585	14,327	15,697
应收及预付	2,091	3,424	1,568	1,922	2,352
存货	12	16	5	5	7
其他流动资产	10	100	109	111	114
非流动资产	7,970	7,069	7,340	8,383	9,472
长期股权投资	4,505	2,708	1,895	1,895	1,895
固定资产	2,036	2,913	3,715	4,472	5,212
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	56	31	3	(23)	(49)
其他长期资产	1,372	1,417	1,726	2,039	2,414
资产总计	20,050	24,402	22,606	24,749	27,642
流动负债	4,106	4,934	2,453	2,765	3,123
短期借款	1,053	623	100	100	100
应付及预收	229	1,502	76	91	110
其他流动负债	2,823	2,810	2,277	2,574	2,913
非流动负债	3,022	3,858	3,776	3,704	3,642
长期借款	231	74	174	274	374
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,791	3,783	3,602	3,430	3,268
负债合计	7,128	8,792	6,229	6,470	6,765
股本	5	5	5	5	5
资本公积	2,956	2,981	2,981	2,981	2,981
留存收益	10,076	10,811	11,329	12,207	13,358
归属母公司股东权益	13,038	13,797	14,316	15,194	16,344
少数股东权益	-116	1,812	1,892	2,493	3,245
负债和股东权益	20,050	24,402	22,606	24,749	27,642

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,906	8,327	5,429	6,703	8,264
营业成本	3,169	4,851	960	1,158	1,394
营业税金及附加	-	-	-	-	-
销售费用	727	984	692	863	1,070
管理费用	661	774	582	694	843
研发费用	1,839	2,085	1,655	2,003	2,444
财务费用	1	89	-359	-377	-396
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	188	172	162	162	162
投资净收益	278	-1,638	-436	-754	-794
营业利润	-302	-193	1,701	2,147	2,676
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-25	-1,921	1,624	1,770	2,277
所得税	140	161	256	257	330
净利润	-165	-2,083	618	1,513	1,947
少数股东损益	-554	-536	79	601	752
归属母公司净利润	389	-1,546	539	912	1,195
EBITDA	-10	319	2,474	3,245	4,167
EPS (元)	0.28	-1.13	0.39	0.66	0.87

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	770	825	1,448	2,857	3,622
净利润	389	-1,546	539	912	1,195
折旧摊销	480	684	918	1,132	1,337
营运资金变动	953	645	-89	-44	-77
其它	-1,053	1,042	-48	425	499
投资活动现金流	-780	-2,220	-1,182	-2,156	-2,405
资本支出	-1,406	-1,362	-1,691	-1,863	-2,051
投资变动	627	-858	509	-294	-354
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,510	4,170	-473	41	153
银行借款	-1,387	4,681	-423	100	100
股权融资	683	25	0	0	0
其他	2,214	-537	-49	-59	53
现金净增加额	1,500	2,775	-207	742	1,370
期初现金余额	3,036	4,545	7,330	7,123	7,865
期末现金余额	4,545	7,330	7,123	7,865	9,234

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	14%	41%	-	23%	23%
营业利润增长	-137%	-36%	-	26%	25%
归母净利润增长	-88%	-497%	-	69%	31%
获利能力					
毛利率	46.3%	41.8%	82.3%	82.7%	83.1%
净利率	6.6%	-18.6%	9.9%	13.6%	14.5%
ROE	3.0%	-11.2%	3.8%	6.0%	7.3%
ROIC	-14.0%	-0.7%	6.9%	8.6%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	35.6%	36.0%	27.6%	26.1%	24.5%
净负债比率	6.4%	2.9%	1.2%	1.5%	1.7%
流动比率	2.9	3.5	6.2	5.9	5.8
速动比率	2.9	3.5	6.2	5.9	5.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	5.0	5.1	3.2	4.6	4.6
存货周转率	288.1	345.8	91.9	232.6	4.0
每股指标 (元)					
每股收益	0.28	-1.13	0.39	0.66	0.87
每股经营现金流	0.56	0.60	1.05	2.08	2.64
每股净资产	9.50	10.05	10.43	11.07	11.91
估值比率					
P/E	78.4	-	56.7	33.5	25.5
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	-	168.0	21.6	16.5	12.8

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年新财富机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者•财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年新财富机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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	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。

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、完整性作出任何保证。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。