

欧派家居 (603833.SH)

品牌力持续变现, 整装大家居构筑新渠道

- 公司披露 2018 年报&2019 一季报, 盈利能力提升彰显公司品牌议价能力、生产经营效率

公司 2018 年实现营收 115.09 亿元 (YoY+18.53%), 归母净利润 15.72 亿元 (YoY+20.90%)。其中, 公司单 Q4 实现营收 33.12 亿元 (YoY+18.02%), 归母净利润 3.72 亿元 (YoY+4.51%)。公司 2019Q1 实现营收 22.03 亿元 (YoY+15.57%), 归母净利润 9205 万元 (YoY+25.14%)。盈利能力方面, 受益于提价因素及生产效率提升, 公司 2018 年毛利率 38.30% (同比+3.76pct), 橱柜、衣柜毛利率分别提升 3.11pct、7.24pct。

- 整装大家居构筑新流量渠道, 三大产品系列锁定目标人群

报告期内, 公司提出“整装赋能”的商业模式, 通过与当地龙头家装公司直接合作, 为集团开辟了全新发展路径和产品销售渠道, 目前已在 22 个城市取得良好成效。传统渠道方面, 公司零售门店继续保持稳健增长, 其中衣柜 (净增加 271 家)、木门 (净增加 191 家) 增长较快, 单店收入持续向好。产品方面, 公司重塑产品体系, 将产品分为三大系列: 乐活 Lohas (面向 85 后、90 后年轻时尚人群)、乐享 Leshare (注重生活品质的新中产)、乐仕 L-Class (追求高品味生活的精英阶层)。看好公司在客流碎片化背景下, 以差异化产品定位锁定各类目标人群。

- 盈利预测与投资建议

看好公司拥有较高的品牌知名度、强大的营销网络以及丰富的定制化生产经验, 整装大家居渠道有望打开公司新的流量入口。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 4.49、5.45、6.63 元/股。参考同行业估值, 并给予公司龙头溢价及新渠道溢价, 给予公司 2019 年合理估值 27 倍, 对应合理价值 121 元/股, 维持公司“买入”评级。

- 风险提示

地产持续低迷、行业竞争加剧, 导致公司增长承受压力; 新品类推进不及预期; 原材料波动风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9,710	11,509	13,875	16,262	19,115
增长率 (%)	36.1	18.5	20.5	17.2	17.5
EBITDA (百万元)	1,638	2,082	2,485	3,068	3,728
净利润 (百万元)	1,300	1,572	1,888	2,292	2,787
增长率 (%)	36.9	20.9	20.1	21.4	21.6
EPS (元/股)	3.09	3.74	4.49	5.45	6.63
市盈率 (P/E)	38.19	21.32	24.31	20.02	16.47
市净率 (P/B)	7.97	4.43	4.86	3.91	3.16
EV/EBITDA	28.41	14.96	17.30	13.84	11.05

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	109.18 元
合理价值	121 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-09

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

欧派家居 (603833.SH): 三 2018-10-25
 季度稳健增长, 期待大家居打
 开新局面

欧派家居 (603833.SH): 大 2018-08-24
 家居模式顺势而变, 多年探索
 迎来曙光

【广发轻工】广复盘系列三: 2018-06-28
 欧派家居: 树大根深, 王者之
 师

联系人:

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

一、2018 年报盈利能力大幅提升，彰显公司品牌议价能力、生产经营效率

公司2018年实现营收115.09亿元（YoY+18.53%），归母净利润15.72亿元（YoY+20.90%）。其中，公司单Q4实现营收33.12亿元（YoY+18.02%），归母净利润3.72亿元（YoY+4.51%）。公司2019Q1实现营收22.03亿元（YoY+15.57%），归母净利润9205万元（YoY+25.14%）。

图1：公司单季度营业收入

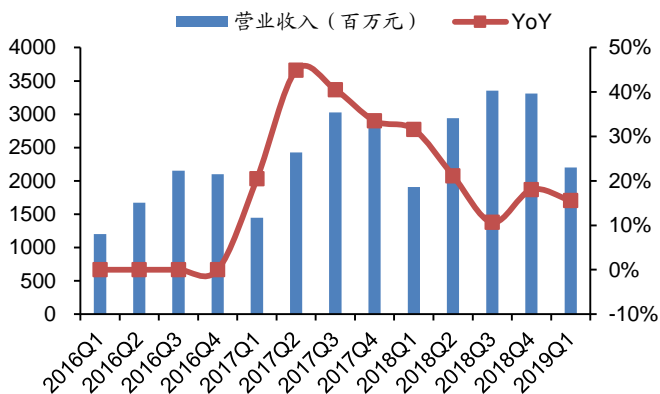
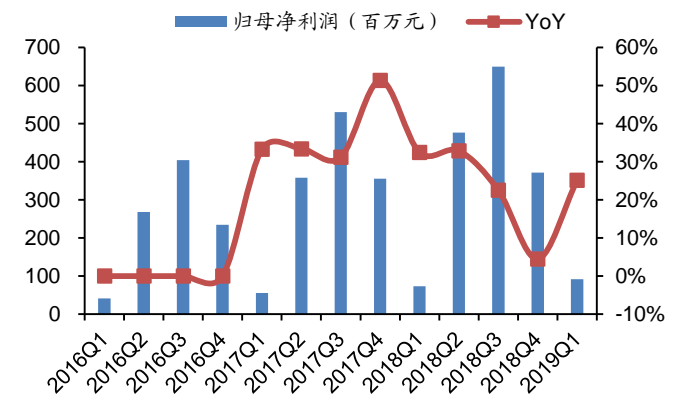


图2：公司单季度归母净利润



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

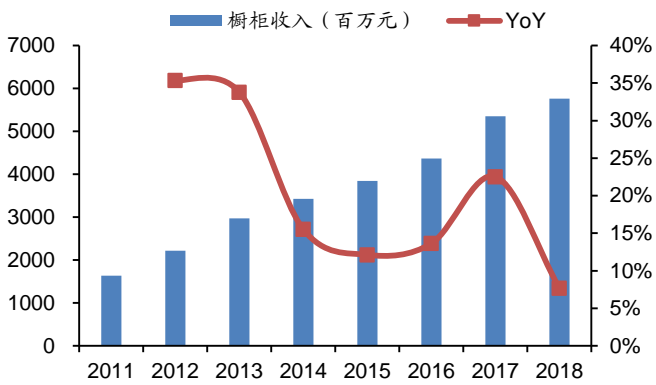
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

全装修等因素冲击，公司橱柜业务维持稳健增速。受全装修趋势影响，橱柜零售市场不可避免地受到冲击，同时公司橱柜渠道扩张也接近饱和，因此公司橱柜业务承受较大增长压力。公司橱柜业务2018年实现收入57.65亿元（YoY+7.67%），2019Q1实现收入10.23亿元（YoY+2.77%），目前处于个位数稳健增长状态。

公司依托六大空间理论继续做大客单值，衣柜业务是整体增长的核心驱动。欧派衣柜六大空间理论将全屋定制分解为入户空间、餐厅空间等6大生活空间，并通过不同的产品设计满足不同年龄段人群对于装修的需求，不断做大客单值。衣柜业务2018年实现收入41.48亿元（YoY+25.86%），2019Q1实现收入8.41亿元（YoY+26.36%）。

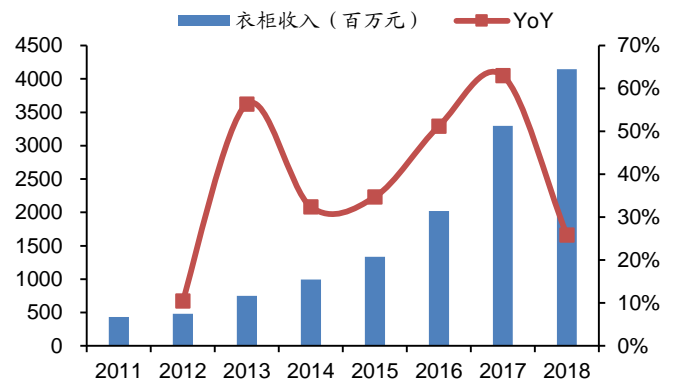
卫浴、木门业务维持高增长势头，未来有望成为接续动力。卫浴业务2018年实现收入4.53亿元（YoY+49.51%），2019Q1实现收入1.08亿元（YoY+53.96%）；木门业务2018年实现收入4.75亿元（YoY+47.69%），2019Q1实现收入0.81亿元（YoY+24.09%）。

图3: 公司橱柜业务收入增长



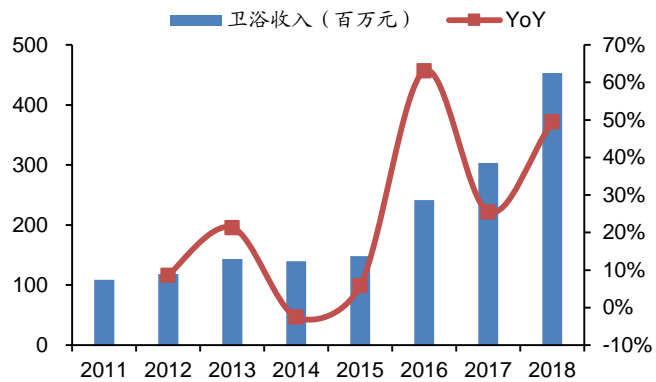
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 公司衣柜业务收入增长



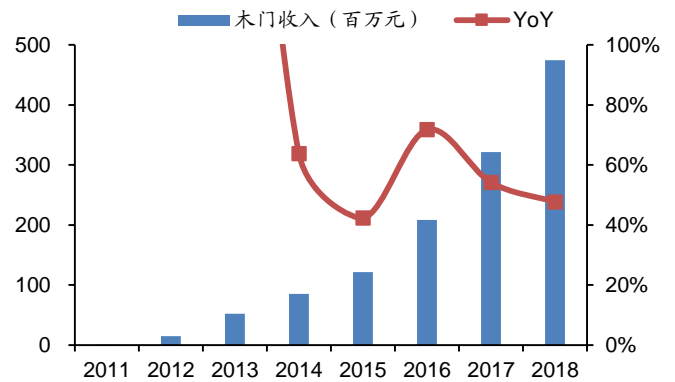
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 公司卫浴业务收入增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 公司木门业务收入增长

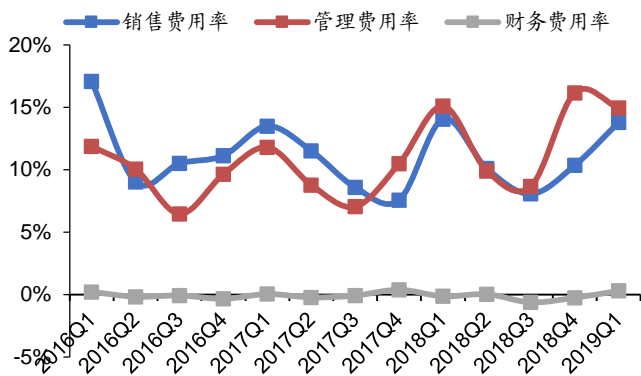


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

盈利能力方面, 受益于提价因素及生产效率提升, 公司2018年毛利率38.30% (同比+3.76pct)。其中, 橱柜毛利率39.81% (同比+3.11pct), 衣柜毛利率41.97% (同比+7.24pct), 卫浴毛利率26.48% (同比+7.21pct)。

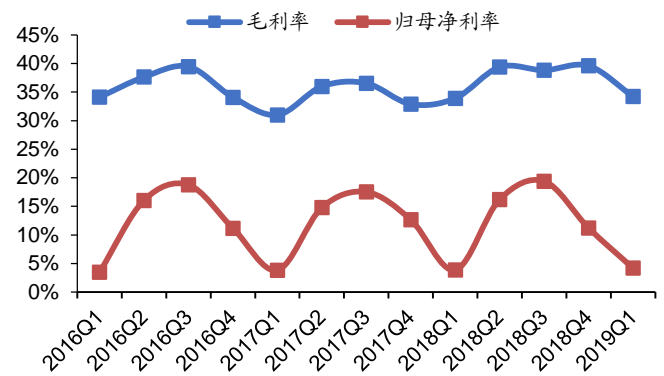
公司2019Q1毛利率34.22% (同比+0.31pct), 归母净利率4.18% (同比+0.32pct)。公司业务季节性显著, 一季度往往是销售淡季, 因此毛利率、净利率不代表全年水平。从过往销售结构看, 公司进入Q2后, 销售订单增速将释放产能利用率, 公司毛利率、净利率将环比大幅提升。

图7：公司单季度期间费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：公司单季度毛利率、净利率



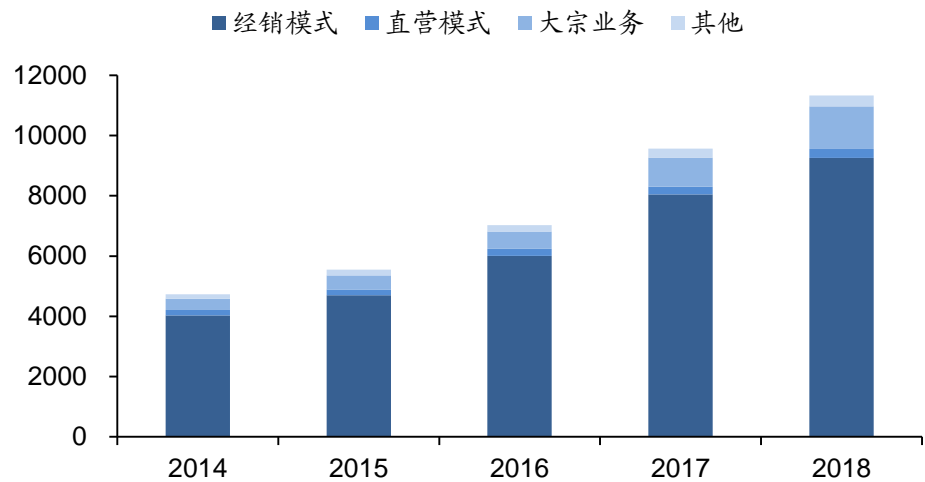
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、整装大家居构筑新流量渠道，三大产品系列锁定目标人群

整装大家居全力出击，构建“零售+工程+整装”多元化渠道。2018年，公司首次在四川宜宾进行试点整装大家居并取得良好成效，全年先后在22个城市取得良好成果。公司提出“整装赋能”的商业模式，通过与当地龙头家装公司直接合作，为集团开辟了的大家居战略的全新路径和销售渠道。2019年，公司将在两方面持续出击整装大家居。一方面，公司在经销商体系之外，寻求与地域排名靠前的大型装修公司合作；另一方面，在现有经销商体系中遴选能力突出的经销商，开设“星居大家居”“微型大家居”。我们预期，整装大家居有望成为集团未来3-5年的业绩增长主要引擎。

前期信息化建设铺垫，为整装渠道的顺利开展提供基础。公司近两年大力投入信息化系统建设，2018年取得较大突破，后续公司将加快信息化打通，构建贯穿从营销到制造端，设计及制造一体化的信息系统。整装渠道作为新渠道契机，涉及的产品品类繁多，参与主体和业务流程更加复杂，其“极致便捷和流畅”的标准交货服务体系，将依赖于公司信息化建设的发展推动。

图9: 公司分渠道销售收入情况 (百万元)



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

传统渠道方面, 公司零售门店继续保持稳健增长 (其中衣柜、木门门店数量扩张较快), 单店收入保持稳健向好态势。截止2018年末, 公司衣柜门店达到为2113家 (净增加271家), 木门门店达到825家 (净增加191家)。欧派橱柜门店由于承受较大增长压力, 2018年关闭门店数量较多达到126家, 但是加盟商新增门店数达到252家, 全年依然高速增长。我们认为, 橱柜经销商迭代更换将盘活公司渠道经营实力, 提供新的增长动力。经测算, 公司2018年橱柜门店单店收入 (出厂口径) 达到近250万元, 衣柜门店单店收入 (出厂口径) 达到近200万元, 且单店收入均保持良好增长态势。

表1: 公司2018年零售门店变化情况

门店类型	上年末数量 (家)	本年度新开 (家)	本年度关闭 (家)	本年末数量 (家)
欧派橱柜	2,150	252	126	2,276
欧派衣柜	1,842	315	44	2,113
欧派卫浴	443	130	14	559
欧铂尼木门	634	216	25	825
欧铂丽家居定制	839	202	106	935

数据来源: 公司 2018 年报、广发证券发展研究中心

图10: 公司橱柜门店单店收入 (万元)

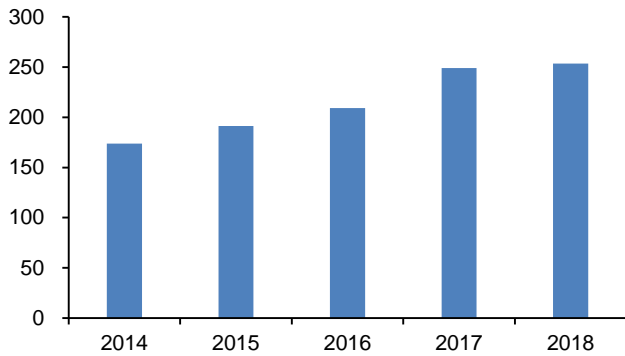
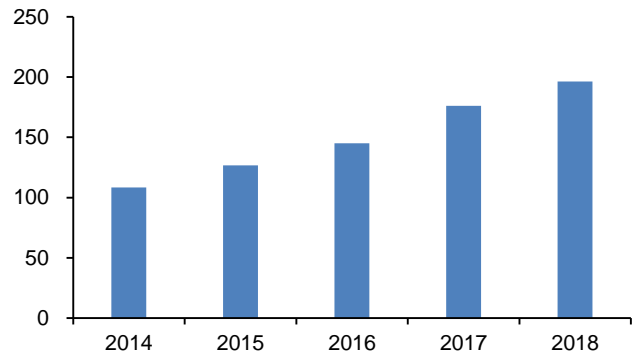


图11: 公司衣柜门店单店收入 (万元)



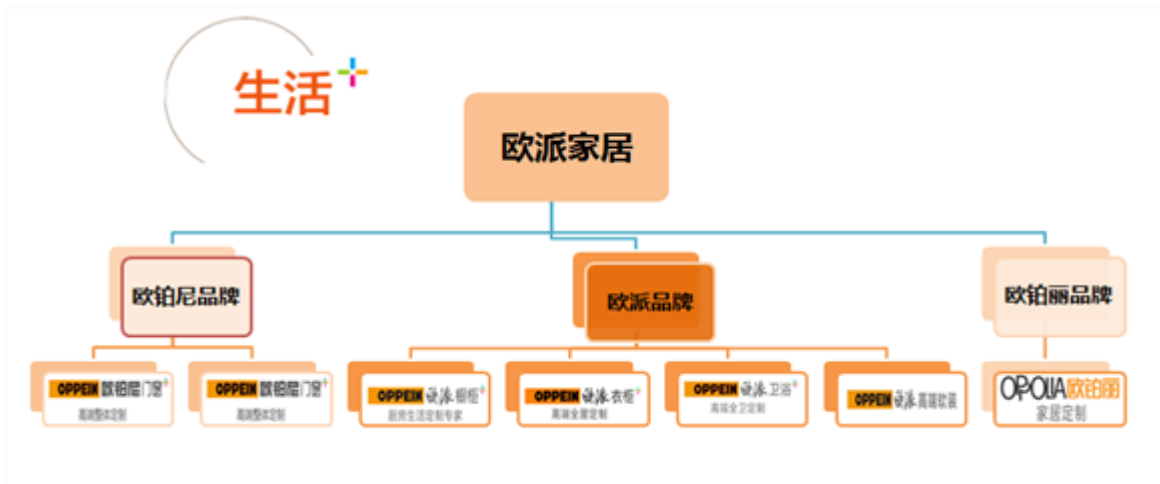
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 由于公司存在大宗、混合门店等渠道, 单店收入测算数值可能与实际值略有偏差

客流碎片化背景下, 公司以差异化品牌定位锁定各类目标人群。公司重塑产品体系, 将产品分为三大系列: 乐活Lohas (面向85后、90后年轻时尚人群)、乐享Leshare (注重生活品质的新中产)、乐仕L-Class (追求高品味生活的精英阶层)。根据腾讯数据实验室、腾讯家居、DCCI联合发布的《2018年家居家装人群洞察白皮书》, 80、90后人群占家居消费的比例高达84%, 该人群主体的消费方式比上一代人更加灵活, 公司有望凭借更具有针对性的产品设计方案锁定客户。

图12: 欧派家居品牌产品体系



数据来源: 公司 2018 年报、广发证券发展研究中心

三、盈利预测及投资建议

看好公司拥有较高的品牌知名度、强大的营销网络以及丰富的定制化生产经验, 整装大家居渠道有望打开公司新的流量入口, 预计公司2019~2021年EPS分别为4.49、

5.45、6.63元/股。

在定制家居行业面临地产后周期、行业竞争加剧、流量碎片化等冲击的背景下，公司通过拓展整装大家居新渠道引领行业潮流，凭借强品牌、强产品、强渠道保持稳健业绩，在2018年依然表现出较强的业绩韧性，我们认为，应当给予公司超出行业平均水平的估值溢价。参考同行业估值，并给予公司龙头溢价及新渠道溢价，给予公司2019年合理估值27倍，对应合理价值121元/股，维持公司“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	当前股价(元) (2019/05/08)	EPS (元)			PE (x)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002572.SZ	索菲亚	21.11	1.20	1.40	1.62	18	15	13
300616.SZ	尚品宅配	87.10	3.01	3.72	4.43	29	23	20
平均值						23	19	16
603833.SH	欧派家居	109.18	4.49	5.45	6.63	24	20	16

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 索菲亚、尚品宅配 EPS 为广发证券发展研究中心预测

表3: 公司分季度财务数据

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入(百万元)	2426.1	3028.7	2806.7	1906.2	2939.2	3351.5	3312.5	2203.0
YoY	44.9%	40.5%	33.5%	31.6%	21.1%	10.7%	18.0%	15.6%
营业成本(百万元)	1553.1	1921.7	1883.4	1259.8	1781.7	2050.0	2001.1	1449.1
营业利润(百万元)	364.9	647.1	431.7	91.4	561.8	757.8	410.5	104.9
YoY	23.7%	38.3%	70.3%	31.6%	54.0%	17.1%	-4.9%	14.7%
归母净利润(百万元)	358.6	530.4	355.6	73.6	476.5	650.2	371.6	92.0
YoY	33.4%	31.2%	51.4%	32.5%	32.9%	22.6%	4.5%	25.1%
扣非归母净利润(百万元)	322.10	519.12	299.85	62.56	451.57	629.95	352.94	75.67
YoY				15.5%	40.2%	21.3%	17.7%	21.0%
毛利率	36.0%	36.5%	32.9%	33.9%	39.4%	38.8%	39.6%	34.2%
销售费用率	11.5%	8.6%	7.6%	14.1%	10.1%	8.1%	10.3%	13.8%
管理费用率	8.8%	7.0%	10.5%	15.1%	9.9%	8.7%	16.2%	15.0%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.4%	-0.1%	0.0%	-0.6%	-0.3%	0.3%
期间费用率	20.1%	15.5%	18.4%	29.0%	20.0%	16.1%	26.2%	29.0%
归母净利率	14.8%	17.5%	12.7%	3.9%	16.2%	19.4%	11.2%	4.2%
扣非归母净利率	13.3%	17.1%	10.7%	3.3%	15.4%	18.8%	10.7%	3.4%
经营性现金流净额(百万元)	801.9	284.1	978.6	(376.0)	920.1	972.9	501.2	(144.6)
较上年同期增减	169.9	(464.8)	797.8	(189.3)	118.2	688.8	(477.4)	231.4
投资性现金流净额(百万元)	(556.4)	(99.5)	(917.9)	(1097.3)	(161.6)	(855.8)	(198.2)	(1336.4)
较上年同期增减	(218.5)	160.8	(493.0)	(616.4)	394.8	(756.3)	719.7	(239.0)
融资性现金流净额(百万元)	286.0	(121.8)	22.0	(124.7)	114.7	(409.3)	60.1	244.9
较上年同期增减	198.6	307.6	(325.9)	(2205.5)	(171.3)	(287.5)	38.2	369.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

地产持续低迷、行业竞争加剧，导致公司增长承受压力；新品类推进不及预期；原材料波动风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4806	4254	4988	5746	7260	经营活动现金流	1878	2018	3022	3188	3783
货币资金	3219	2518	3035	3573	4816	净利润	1299	1572	1888	2292	2787
应收及预付	290	456	470	538	634	折旧摊销	219	353	428	558	668
存货	787	645	869	1007	1171	营运资金变动	379	119	775	414	412
其他流动资产	510	634	615	627	639	其它	(19)	(26)	(68)	(76)	(83)
非流动资产	4864	6867	9001	11168	13124	投资活动现金流	(2055)	(2313)	(2493)	(2650)	(2541)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	(1784)	(2286)	(2562)	(2725)	(2624)
固定资产	2488	3458	4570	5584	6499	投资变动	(370)	(83)	0	0	0
在建工程	909	1888	2517	3166	3919	其他	99	56	69	76	83
无形资产	1035	1092	1484	1988	2277	筹资活动现金流	2267	(359)	(13)	0	0
其他长期资产	432	429	429	429	429	银行借款	(24)	40	(12)	0	0
资产总计	9670	11120	13989	16914	20384	股权融资	2310	0	0	0	0
流动负债	3300	3188	4170	4802	5486	其他	(19)	(400)	(1)	0	0
短期借款	100	12	0	0	0	现金净增加额	2090	(654)	517	539	1242
应付及预收	2118	2101	2818	3201	3667	期初现金余额	1100	3174	2518	3035	3573
其他流动负债	1082	1075	1351	1601	1819	期末现金余额	3174	2498	3035	3573	4816
非流动负债	144	372	372	372	372						
长期借款	0	140	140	140	140						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	144	231	231	231	231						
负债合计	3444	3560	4541	5174	5857						
股本	421	420	420	420	420						
资本公积	2951	2971	2971	2971	2971						
留存收益	3158	4310	6197	8489	11276						
归属母公司股东权益	6226	7561	9448	11740	14527						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	9670	11120	13989	16914	20384						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9710	11509	13875	16262	19115
营业成本	6358	7093	8612	9981	11605
营业税金及附加	95	106	128	150	177
销售费用	947	1177	1431	1691	2003
管理费用	617	772	885	1037	1220
研发费用	274	632	762	893	1050
财务费用	3	(32)	(41)	(50)	(63)
资产减值损失	10	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	36	57	69	76	83
营业利润	1513	1822	2196	2666	3242
营业外收支	20	7	0	0	0
利润总额	1533	1829	2196	2666	3242
所得税	234	257	308	374	455
净利润	1299	1572	1888	2292	2787
少数股东损益	(1)	0	0	0	0
归属母公司净利润	1300	1572	1888	2292	2787
EBITDA	1638	2082	2485	3068	3728
EPS (元)	3	4	4	5	7

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	36.1	18.5	20.5	17.2	17.5
营业利润增长	41.7	20.4	20.6	21.4	21.6
归母净利润增长	36.9	20.9	20.1	21.4	21.6
获利能力					
毛利率	34.5	38.4	37.9	38.6	39.3
净利率	13.4	13.7	13.6	14.1	14.6
ROE	20.9	20.8	20.0	19.5	19.2
ROIC	38.9	29.1	27.3	26.2	26.9
偿债能力(%)					
资产负债率	35.6	32.0	32.5	30.6	28.7
净负债比率	1.0	1.4	1.0	0.8	0.7
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	55.2	39.5	39.5	39.5	39.5
存货周转率	8.2	9.9	9.9	9.9	9.9
每股指标(元)					
每股收益	3.1	3.7	4.5	5.5	6.6
每股经营现金流	4.5	4.8	7.2	7.6	9.0
每股净资产	14.8	18.0	22.5	27.9	34.6
估值比率					
P/E	38.2	21.3	24.3	20.0	16.5
P/B	8.0	4.4	4.9	3.9	3.2
EV/EBITDA	28.4	15.0	17.3	13.8	11.1

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018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。