

蓝光发展 (600466.SH)

全年竣工节奏提前, 全国化布局成果显现

核心观点:

● 营收业绩大幅增长, 全年竣工节奏提前

19 年前三季度蓝光发展实现营业收入 278.8 亿元, 同比增长 95.3%, 扣非归母净利润 24.6 亿元, 同比增长 102.4%, 公司全年业绩承诺完成率为 74.5%。收入的快速增长主要来自于地产业的加速结算, 19 年前三季度公司累计竣工 245 万方, 同比增长 68.8%, 完成当年竣工计划的 61.2%, 而 16-18 年前三季度平均竣工完成比例为 33.6%, 19 年竣工节奏有所提前。

● 成都、滇渝占比下降, 全国化布局成果显现

19 年前三季度公司实现销售金额 715 亿元, 同比增长 6.6% (面积增长 30.5%、均价下降 18.3%), 与公司 18 年城市下沉有关, 权益金额 513.2 亿元, 权益比例同比持平为 72%。前三季度公司拿地建面 579 万方, 对应地价 221 亿元, 三季度土地投资力度下降明显。前三季度公司累计新开工面积 713.3 万方, 同比增长 5.9%, 从销售、拿地、开工各层面区域分布结构来看, 公司传统优势区域成都、滇渝均有所下降, 华东、北京、华南等区域则上升明显, 公司全国化布局决心坚定, 成果也初步显现。

● 净负债率小幅下降, 财务状况维持稳定

截至 19 年三季度末, 公司账面有息负债余额 576.3 亿元, 较 19 年半年度下降 2.4%, 对应净负债率为 102.1%, 较半年度下降 7.3pct, 杠杆结构较前期基本持平, 总体财务状况较为稳定。

● 19-20 年业绩预计分别对应动态 PE6.0x、3.9x

预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 33/51/68 亿元, 对应 19 年 6.0XPE, 20 年 3.9XPE。维持前期合理价值 10.04 元/股、“买入”评级。

● 风险提示

行业基本面景气下行, 新进入城市去化放缓, 结算进度不及预期。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,553	30,821	40,449	60,961	79,605
增长率(%)	15.12%	25.53%	31.24%	50.71%	30.58%
EBITDA(百万元)	2,422	4,525	6,530	10,148	13,860
净利润(百万元)	1,366	2,224	3,325	5,119	6,784
增长率(%)	52.49%	62.82%	49.51%	53.95%	32.52%
EPS(元/股)	0.46	0.75	1.11	1.72	2.27
市盈率(P/E)	14.51	8.91	5.96	3.87	2.92
市净率(P/B)	0.97	1.26	1.35	1.00	0.75
EV/EBITDA	15.43	9.70	7.88	6.09	5.36

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	6.64 元
合理价值	10.04 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-26

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意, 乐加栋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:

蓝光发展(600466.SH):业绩 2019-09-02

稳步增长, 全国化布局成效初显

蓝光发展(600466.SH):半年 2019-07-13

度业绩大幅预增, 高质量拿地持续拓展

蓝光发展(600466.SH):业绩 2019-03-20

高速增长, 缓解资源短缺

联系人: 邢莘 021-60750620

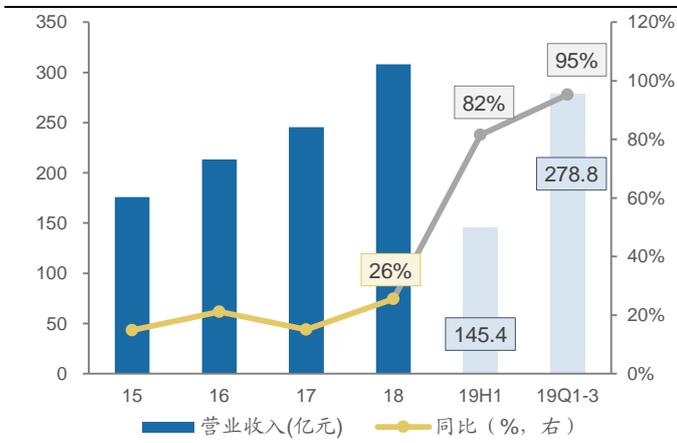
xingshen@gf.com.cn

营收业绩大幅增长，全年竣工节奏提前

19年前三季度蓝光发展实现营业收入278.8亿元，同比增长95.3%，增速较19H扩大13.8pct，归母净利润25.3亿元，同比增长107.8%，增速较19H扩大3.3pct。收入的快速增长主要来自于主营房地产业务的加速结算，19年前三季度公司累计竣工244.9万方，同比增长68.8%，增速较19H扩大47.1pct。

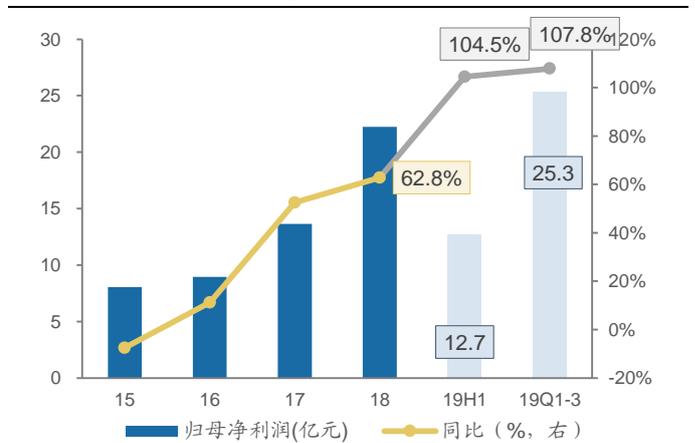
根据公司18年初发布的股权激励计划业绩考核目标，19年公司力争实现扣非归母净利润33亿元，截至19年三季度公司完成扣非归母净利润24.6亿元，完成全年考核目标的74.5%。

图 1：蓝光发展营业收入（亿元）及增速



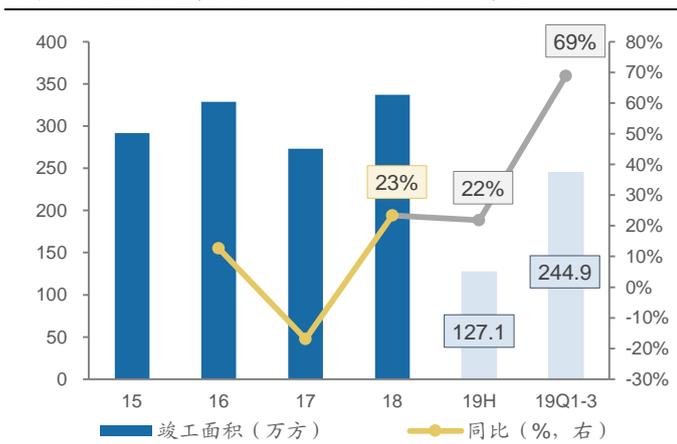
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：蓝光发展归母净利润（亿元）及增速



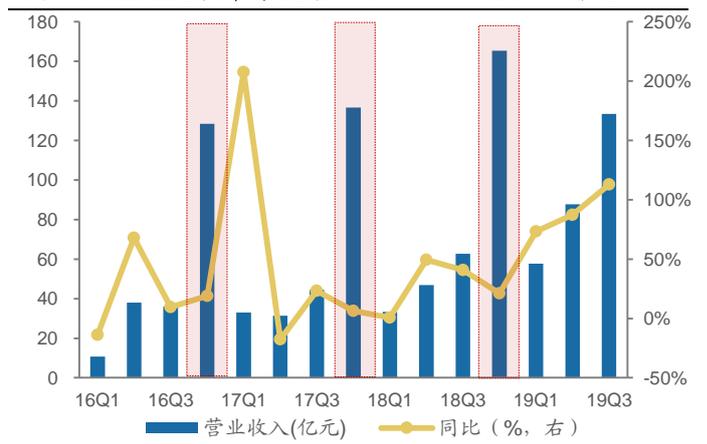
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：蓝光发展竣工面积（万方）及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：蓝光发展单季度营业收入（亿元）及增速



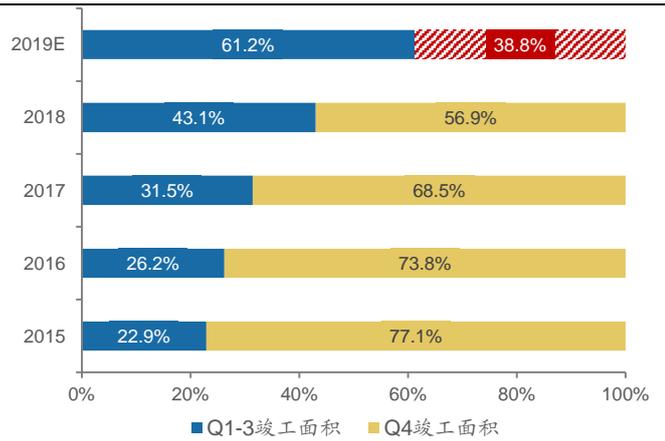
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

单季度来看，三季度公司实现营业收入133.45亿元，同比增长112.9%，营业利润17.0亿元，同比增长77.6%，归母净利润12.67亿元，同比增长111.3%。从历史数据来看，四季度历来为公司竣工结算的高峰，营业收入通常远高于前三季度。值得

注意的是，历史上公司前三季度平均竣工完成比例为33.6%，而19年前三季度公司竣工计划完成率则达到61.2%，全年竣工节奏有所提前，四季度结算环比增速或低于历史平均。

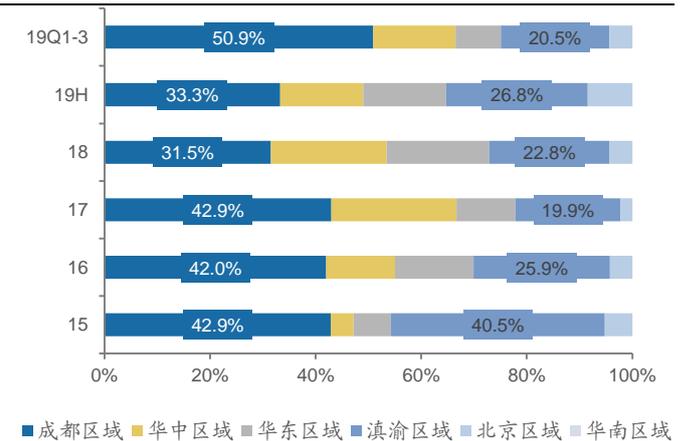
从结算结构来看，三季度成都、滇渝区域再次成为公司结算收入的主要贡献来源，单季度竣工面积占比分别达到70%、14%，然而从当前销售结构来看，随着公司的全国化布局进一步深入，未来数年成都、滇渝区域贡献力度或将减弱。

图 5: 蓝光发展历年竣工结算节奏分布



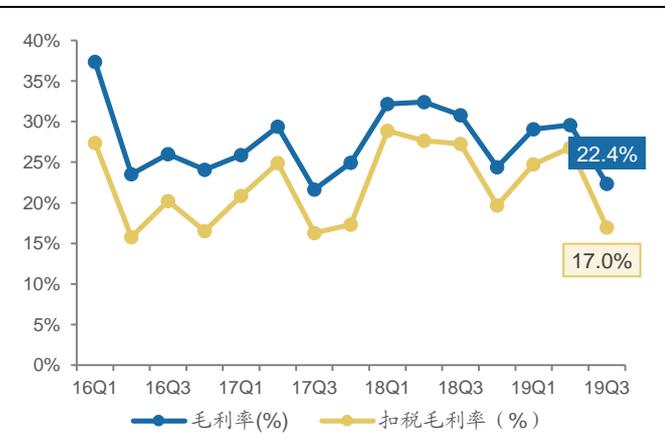
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6: 蓝光发展竣工面积分区域分布情况



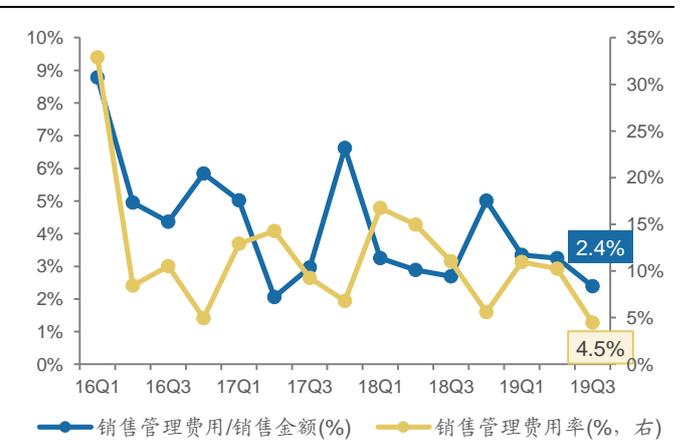
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7: 蓝光发展毛利率及扣税毛利率 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8: 蓝光发展销售管理费用率 (较营收及销售金额)

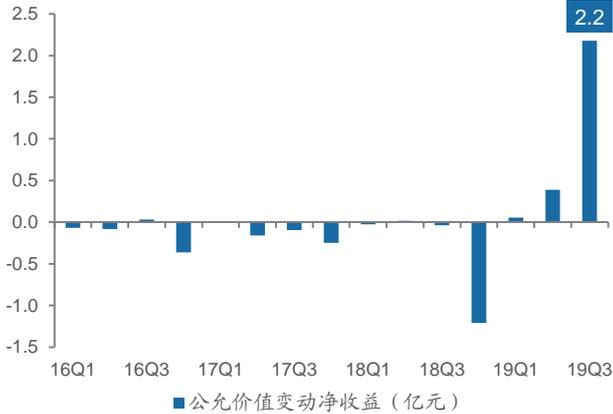


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

利润率方面，19年前三季度公司实现毛利率26.0%，同比下降5.6pct，其中三季度单季度毛利率为22.4%，同比下降8.4pct，较一季度、二季度也分别下降6.7pct、7.2pct，扣税毛利率17%，较二季度下降9.8pct。费用率方面，19年前三季度公司销售管理费用率为4.5%，同比下降6.6pct，销售管理费用/销售金额的比率为2.4%，同比下降0.3pct，二者均基本达到历史最低水平。值得注意的是，公司三季度支付给员工现金流流出同比增长41.9%，四季度销管费率的变动方向值得进一步关注，利润率有待观察。

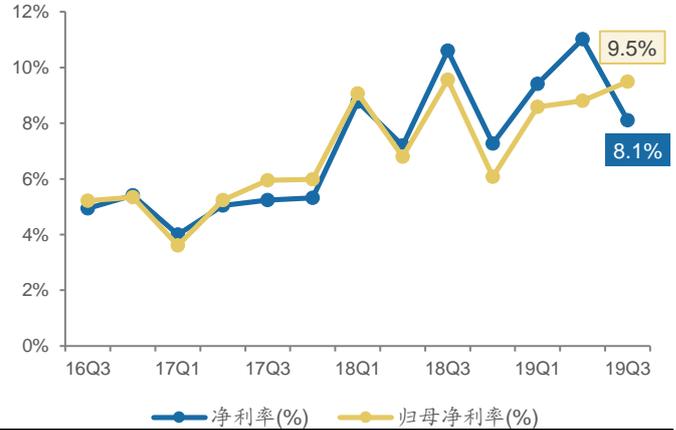
三季度公司确认公允价值变动净收益2.18亿元，超过历史水平，在毛利率降幅高于销管费用率降幅的情况下，公允价值变动叠加少数股东损益规模下降（较18年同期下降2.51亿元）使得公司净利率及归母净利率降幅相对收窄，分别达到8.1%及9.5%，同比分别下降2.5pct、0.1pct。

图 9：蓝光发展公允价值变动净收益（亿元）及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：蓝光发展净利率及归母净利率

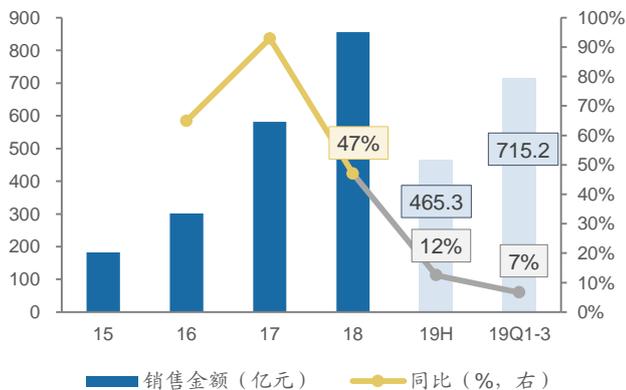


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

成都、滇渝占比下降，销售开工全国化布局成果显现

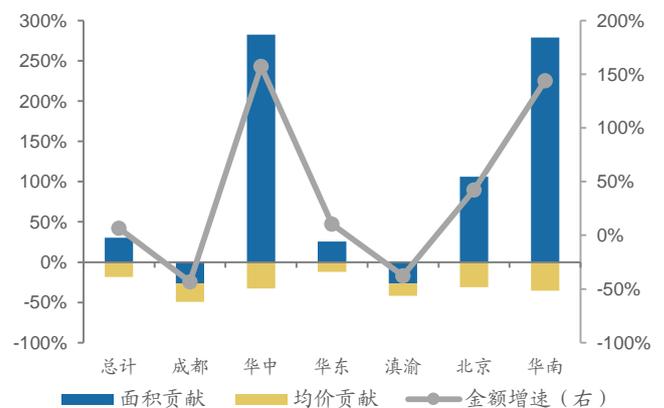
19年三季度公司实现销售金额249.9亿元，同比下降2.8%，前三季度累计实现销售金额715.2亿元，同比增长6.6%，完成当年销售目标1100亿元的65.0%，前三季度公司实现并表销售回款率52%，较半年度下降1.8 pct。前三季度公司权益销售金额为513.2亿元，同比增长6.7%，对应权益比例72%，同比基本持平。

图 11：蓝光发展销售金额（亿元）及增速



数据来源：公司经营简报，广发证券发展研究中心

图 12：蓝光发展销售金额增速贡献因素拆分



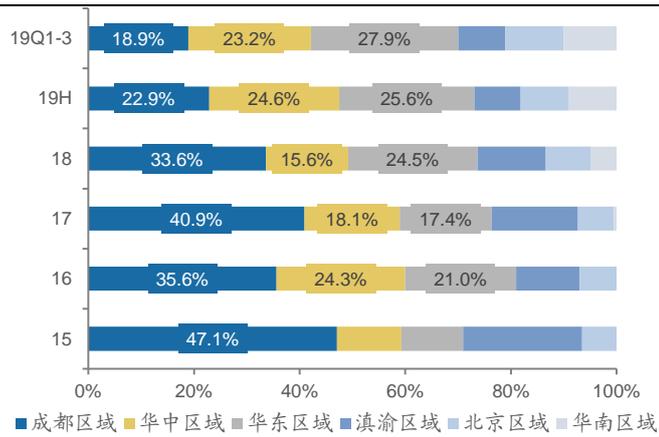
数据来源：公司经营简报，广发证券发展研究中心

销售规模增速拆分来看，19年前三季度公司销售面积同比增长30.5%，均价同

比下降18.3%，其中华中及新进入的华南区域销售面积同比分别增长274%、279%，均价则分别下降33%、36%，与公司18年城市下沉有关。

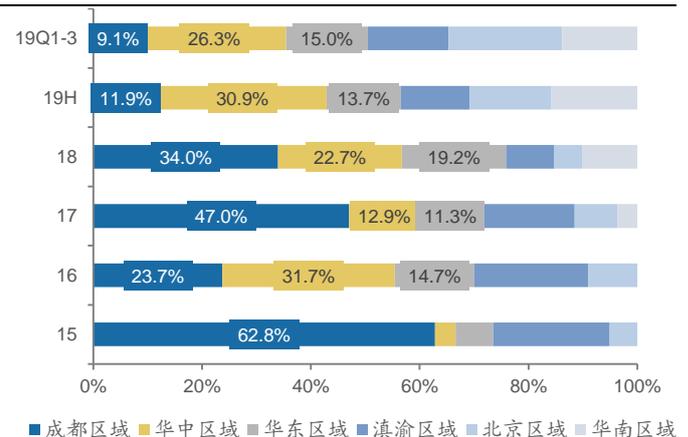
从销售结构来看，19年前三季度公司传统优势的成都区域销售金额占比降至18.9%，较19年半年度进一步下降3.9pct，滇渝区域小幅回升0.1pct至8.9%，但三季度单季度成都、滇渝区域销售金额占比分别为11.6%、9.0%，基本均达到历史最低水平。其他区域如华中区域、华东区域占比则稳步提升，19年前三季度占比分别达到23.2%、27.9%，公司全国化布局效果在销售端逐步显现。

图 13: 蓝光发展销售金额（亿元）分区域分布



数据来源：公司经营简报，广发证券发展研究中心

图 14: 蓝光发展新开工面积（万方）分区域分布



数据来源：公司经营简报，广发证券发展研究中心

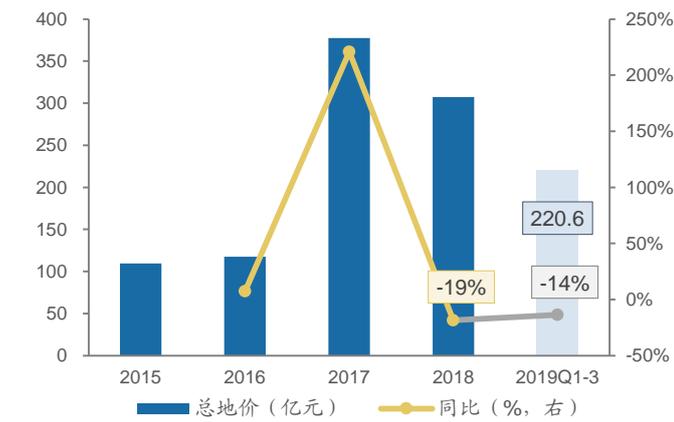
公司全国化布局的特征在开工方面进一步凸显。19年前三季度公司累计新开工面积7113.3万方，同比增长5.9%，其中三季度开工230.0万方，同比增长5.1%。前三季度开工面积中，成都、滇渝区域开工面积占比分别降至9.1%、14.8%，而华中、华东、北京区域则分别为26.3%、15.0%、20.5%，未来公司销售增速及空间将更多取决于新进入市场的表现情况。

三季度拿地力度显著下降，全国化布局决心坚定

土地投资方面，根据公司每月新增项目公告统计，19年前三季度公司拿地金额为221亿元，同比下降13.7%，拿地面积为917万方，同比下降36.9%，拿地力度有所下降。其中三季度拿地金额为35.7亿元，面积为66.4万方，金额及面积拿地力度（拿地/销售）分别降至14.3%、24.6%，较19年半年度分别下降25pct、75pct。

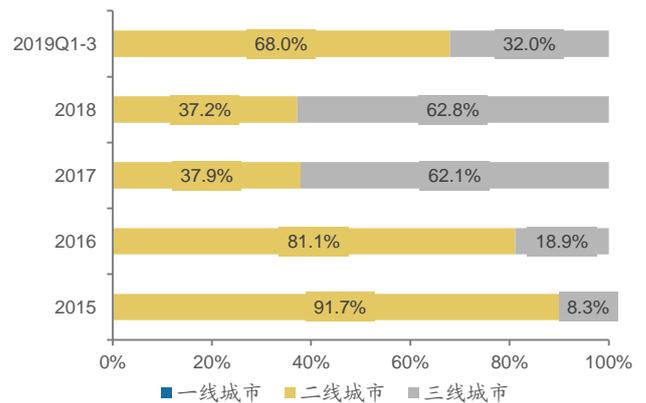
从投资区域及城市能级来看，19年以来公司坚持全国化布局，始终强调“回归新一线、二线、强三线”的指导方针，加大对除成都、滇渝区域以外其他区域以及二线的投资力度。截至19年三季度末，公司新增土储投资68%集中于二线城市，而对北京、华东区域的投资金额占比则分别达到17.0%、28.5%，首次超过对成都区域的投资力度，全国化、核心化布局决心坚定。

图 15: 蓝光发展拿地金额 (亿元) 及增速



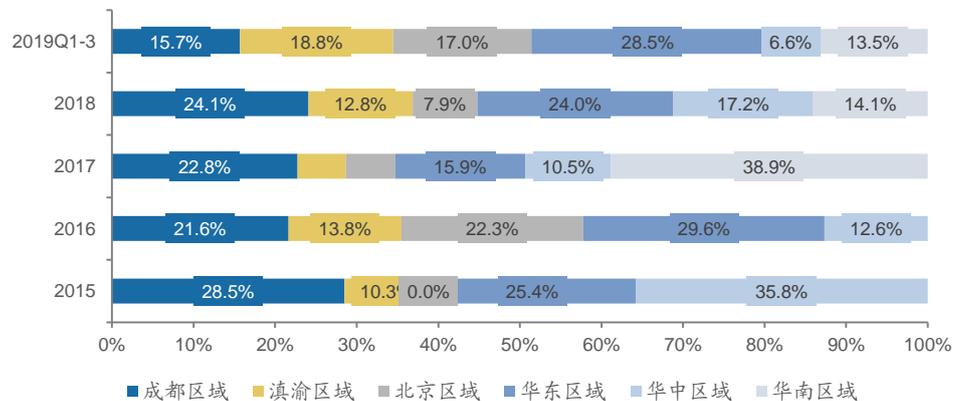
数据来源: 公司经营简报, 广发证券发展研究中心

图 16: 蓝光发展拿地金额 (亿元) 分线分布



数据来源: 公司经营简报, 广发证券发展研究中心

图 17: 蓝光发展拿地金额 (亿元) 分区域分布

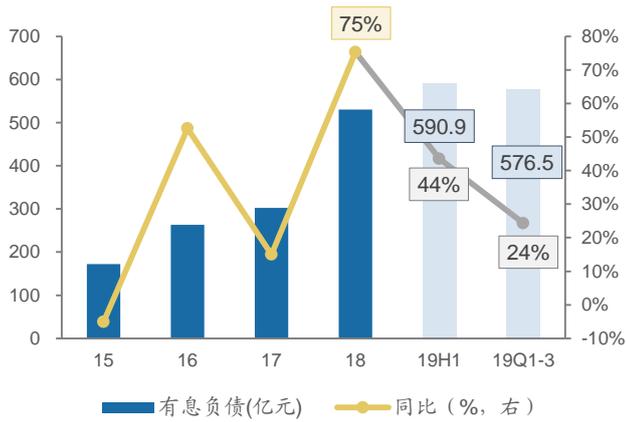


数据来源: 公司经营简报, 广发证券发展研究中心

净负债率小幅下降, 财务状况维持稳定

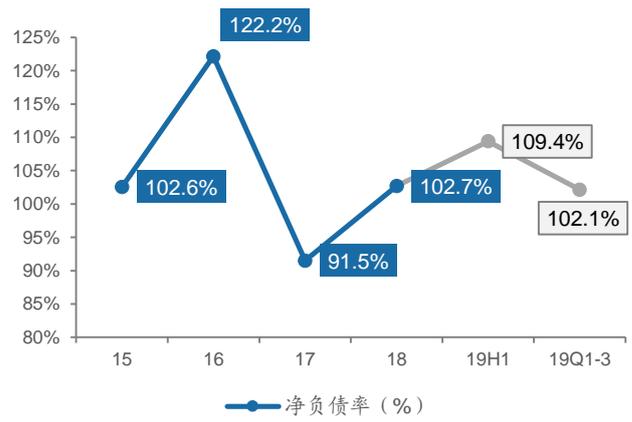
截至19年三季度末, 公司账面有息负债余额576.3亿元, 较19年半年度下降2.4%, 对应净负债率为102.1%, 较半年度下降7.3pct。杠杆结构方面, 三季度末公司杠杆乘数较19H下降0.30x至10.53x, 其中财务杠杆下降0.32x, 少数股东权益杠杆提升0.04x, 经营杠杆较前期维持稳定, 公司总体财务状况较为稳定。

图 18: 蓝光发展有息负债(亿元)及增速



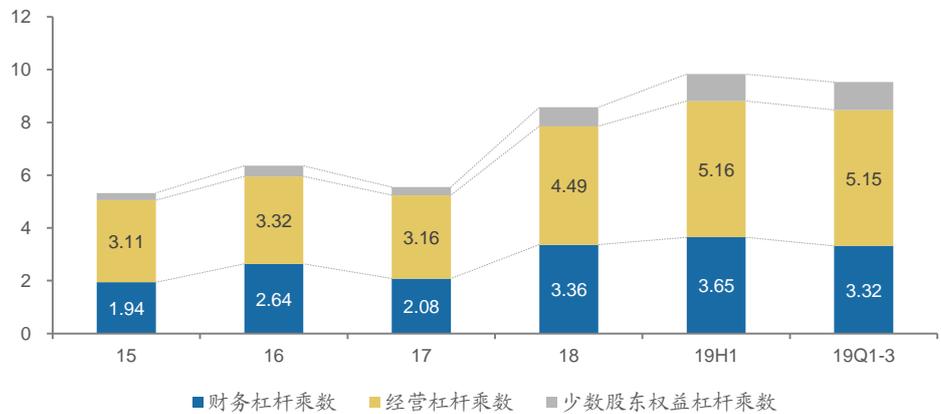
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 蓝光发展净负债率(%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 20: 蓝光发展杠杆乘数结构拆分



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

盈利预测及评级

公司当前竣工节奏较历史平均水平有所提前, 全年来看有望完成归属扣非净利润33亿元的业绩承诺, 因此我们延续前期对公司的盈利预测判断。预计2019-2021年公司结算收入规模分别为404/610/796亿元, 地产及其他业务合计贡献归母净利润分别为33.3/51.2/67.8亿元; 对应19年6.0XPE, 20年3.9XPE。

考虑到公司当期业绩完成情况, 以及历史销售和业绩的对应性, 我们维持前期合理价值10.04元/股, 对应19年动态PE9.1x, 维持“买入”评级。

表 1: 蓝光发展主营业务收入及利润水平预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
地产结算金额(亿元)	160.8	197.5	229.2	284.9	380.0	580.0	760.0
地产竣工面积(万方)	299.4	328.6	273.1	337.0	400.0	600.0	800.0
结算均价(元/平米)	5369	6012	8392	8453	9566	10109	10103

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

销售金额 (亿元)	182.4	301.0	581.5	855.0			
销售面积 (万方)	215.7	282.0	609.3	802.0			
销售均价 (元/平米)	8458	10674	9545	10661			
物业收入 (亿元)	4.5	6.8	7.8	10.3	13.4	17.4	22.6
其他业务收入 (亿元)	3.2	5.5	6.6	10.1	11.1	12.2	13.5
地产净利润 (亿元)	7.5	7.1	10.9	18.5	28.9	45.6	60.8
净利率	4.6%	3.6%	4.7%	6.5%	7.6%	7.9%	8.0%
物业净利润 (亿元)	0.6	1.0	1.9	2.9	3.3	4.3	5.6
净利率	13.4%	14.8%	24.5%	28.1%	25.0%	25.0%	25.0%
医疗净利润 (亿元)		0.87	0.87	0.90	1.03	1.26	1.40
归母净利润 (亿元)	8.1	9.0	13.7	22.2	33.3	51.2	67.8
PE	24.8	22.3	14.6	9.0	6.0	3.9	2.9
EPS (元)	0.27	0.30	0.45	0.74	1.10	1.70	2.25

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

风险提示

行业基本面景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，影响公司的销售情况。公司地产结算进度不及预期。融资成本上升对于行业整体利润率水平会有较大的影响。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	85,220	135,957	167,646	224,079	296,195
货币资金	12,804	25,187	11,576	14,256	18,329
应收及预付	6,979	15,878	18,043	20,301	23,633
存货	63,093	90,444	133,579	185,074	249,785
其他流动资产	2,343	4,449	4,449	4,449	4,449
非流动资产	10,020	14,923	16,084	17,317	18,673
长期股权投资	1,411	4,899	5,389	5,928	6,520
固定资产	1,069	1,626	1,707	1,810	1,918
在建工程	127	1,084	1,317	1,548	1,776
无形资产	408	731	731	731	731
其他长期资产	7,004	6,584	6,941	7,302	7,727
资产总计	95,240	150,881	183,730	241,396	314,868
流动负债	51,957	83,474	120,359	163,566	216,457
短期借款	3,415	8,322	1,810	8,603	12,279
应付及预收	44,063	68,992	111,815	149,434	196,437
其他流动负债	4,479	6,160	6,734	5,529	7,741
非流动负债	24,237	40,313	36,412	43,953	54,843
长期借款	14,395	22,448	18,429	25,804	36,481
应付债券	7,948	16,082	16,082	16,082	16,082
其他非流动负债	1,894	1,783	1,901	2,067	2,279
负债合计	76,194	123,788	156,772	207,519	271,300
股本	2,132	2,984	2,984	2,984	2,984
资本公积	1,394	651	1,316	2,340	3,696
留存收益	6,027	7,671	10,331	14,426	19,854
归属母公司股东权益	14,544	15,759	14,687	19,806	26,590
少数股东权益	4,502	11,334	12,272	14,070	16,978
负债和股东权益	95,240	150,881	183,730	241,396	314,868

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,553	30,821	40,449	60,961	79,605
营业成本	18,406	22,268	29,713	45,157	59,285
营业税金及附加	1,588	1,334	1,330	1,681	2,127
销售费用	1,245	1,603	1,743	2,339	2,529
管理费用	968	1,200	1,270	1,800	1,957
财务费用	416	581	464	506	496
资产减值损失	216	182	0	0	0
公允价值变动收益	-50	-125	0	0	0
投资净收益	138	83	0	0	0
营业利润	1,819	3,569	5,929	9,479	13,210
营业外收入	47	68	0	0	0
营业外支出	93	259	0	0	0
利润总额	1,774	3,377	5,929	9,479	13,210
所得税	523	881	1,666	2,561	3,518
净利润	1,251	2,496	4,263	6,918	9,692
少数股东损益	-115	272	938	1,799	2,908
归属母公司净利润	1,366	2,224	3,325	5,119	6,784
EBITDA	2,422	4,525	6,530	10,148	13,860
EPS (元)	0.46	0.75	1.11	1.72	2.27

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7,554	462	-51	-6,942	-8,164
净利润	1,251	2,496	4,263	6,918	9,692
折旧摊销	75	108	137	163	153
营运资金变动	-3,316	-11,373	-2,477	-16,134	-21,041
其它	9,544	9,231	-1,973	2,111	3,031
投资活动现金流	-9,526	-10,011	-1,425	-1,034	-1,084
资本支出	-159	-307	-952	-514	-510
投资变动	-538	-4,660	-473	-521	-574
其他	-8,829	-5,044	0	0	0
筹资活动现金流	4,385	21,366	-12,135	10,656	13,321
银行借款	20,625	36,469	4,525	21,507	30,697
债券融资	-12,964	-16,431	-14,482	-8,544	-14,131
股权融资	2,135	6,045	0	0	0
其他	-5,412	-4,717	-2,178	-2,306	-3,245
现金净增加额	2,413	11,815	-13,611	2,680	4,073
期初现金余额	8,996	11,409	23,225	9,614	12,294
期末现金余额	11,409	23,225	9,614	12,294	16,367

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	15.1%	25.5%	31.2%	50.7%	30.6%
营业利润增长	23.6%	96.2%	66.1%	59.9%	39.4%
归母净利润增长	52.5%	62.8%	49.5%	54.0%	32.5%
获利能力					
毛利率	25.0%	27.8%	26.5%	25.9%	25.5%
净利率	5.1%	8.1%	10.5%	11.3%	12.2%
ROE	9.4%	14.1%	22.6%	25.8%	25.5%
ROIC	4.5%	6.3%	8.4%	10.2%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	80.0%	82.0%	85.3%	86.0%	86.2%
净负债比率	91.5%	102.7%	116.8%	123.3%	124.5%
流动比率	1.64	1.63	1.39	1.37	1.37
速动比率	0.36	0.46	0.21	0.17	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.25	0.24	0.29	0.29
应收账款周转率	36.98	26.85	25.89	35.21	40.95
存货周转率	0.32	0.29	0.27	0.28	0.27
每股指标 (元)					
每股收益	0.46	0.75	1.11	1.72	2.27
每股经营现金流	3.54	0.15	-0.02	-2.33	-2.74
每股净资产	6.82	5.28	4.92	6.64	8.91
估值比率					
P/E	14.5	8.9	6.0	3.9	2.9
P/B	1.0	1.3	1.3	1.0	0.7
EV/EBITDA	15.4	9.7	7.9	6.1	5.4

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018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
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。