

## 【广发汽车&海外】中升控股 (00881.HK)

### 豪华品牌推动新车销售，中报业绩优于市场预期

#### 核心观点:

##### ● 公司2019年中期公司收入及盈利增长稳健，优于市场预期

中升控股 2019 年上半年营业收入为 574.1 亿元人民币，同比增长 16.4%；其中新车销售总收入为 494.8 亿元人民币，同比增长 15.8%；售后服务及精品业务收入为 79.3 亿元人民币，同比增长 20.5%；增值服务净收益为 12.1 亿元人民币，同比增长 20.9%。期内公司归母净利润为 20.8 亿元人民币，同比增长 13.3%。公司整体的收入及盈利稳步增长，整体业绩增长趋势好于市场预期。

##### ● 公司新车销售业务表现出色，豪华品牌销售占比提升

2019 年上半年国内豪华乘用车市场销量同比增速达 16.9%，远优于乘用车市场总体的下滑水平，再次验证了自 2018 年以来消费分级大背景下消费升级的趋势。上半年公司共销售新车 213,762 辆，同比增长 17.3%；其中豪华车型销量为 105,614 辆，同比增长 19.1%，占公司整体销量 49.4%，相比于 2018 年的 46.7% 占比有明显提升。公司继续扩充新车销售网络，2019 年上半年，公司的经销店网络总数达 343 家，与 2018 年底相比增加 25 家。区域上看，公司的经销店覆盖以一二线城市及省会城市为主，占比为 75%，区域较高的消费能力有力支持公司在乘用车品牌发展差异化的趋势下，继续坚持拓展高端及豪华品牌的销售策略。其中，公司在广深区域布店较多，将受益于今年 6 月广深地区颁布实行的放宽牌照限制政策。

##### ● 公司售后服务及精品业务增长稳健，有望进一步提高

公司 2019 年上半年售后服务及精品业务收入为 79.3 亿元人民币，同比增长 20.5%，占公司同期总收入 13.8%，占比与 2018 年情况持平。我们认为公司销售的品牌组合表现优秀，奔驰车型 2017-2018 年的高速增长以及雷克萨斯的持续旺销（1H19 增速为 36.5%）都将在 2019-2021 年为中升提供较好的客户存量基础，公司在售后服务及精品业务收入有望提高。

##### ● 公司有望继续受益于旗下豪华品牌组合，维持“买入”评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.996/2.433 元人民币，当前价格对应 2019 年 P/E 为 9.5 倍（以 2019 年 8 月 9 日公司收盘价计算），低于过往历史 3 年 1-Yr forward P/E 平均值（10 倍 P/E）。在豪华车市场消费升级趋势之下，公司有望继续受益于旗下豪华品牌组合。我们给予公司估值 10.7 倍 2019E P/E（过往历史 3 年 1-Yr forward P/E 平均值+1 标准差）给出 24.27 港元的合理价值，维持“买入”评级。

##### ● 风险提示

国内经济增速未如预期影响豪华品牌乘用车的销售增速，售后服务及增值业务增长不如预期，中美贸易摩擦导致市场下行风险。

#### 盈利预测:

| 人民币         | 2017A  | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 86,290 | 107,736 | 129,451 | 151,300 | 178,576 |
| 增长率(%)      | 20.5   | 24.9    | 20.2    | 16.9    | 18.0    |
| EBITDA(百万元) | 6,879  | 7,603   | 9,448   | 11,368  | 13,723  |
| 净利润(百万元)    | 3,350  | 3,637   | 4,535   | 5,528   | 6,753   |
| 增长率(%)      | 80.1   | 8.5     | 24.7    | 21.9    | 22.2    |
| EPS (元/股)   | 1.52   | 1.60    | 2.00    | 2.43    | 2.97    |
| 市盈率 (P/E)   | 12.45  | 11.82   | 9.48    | 7.78    | 6.36    |
| 市净率 (P/B)   | 2.63   | 2.36    | 2.24    | 1.85    | 1.29    |

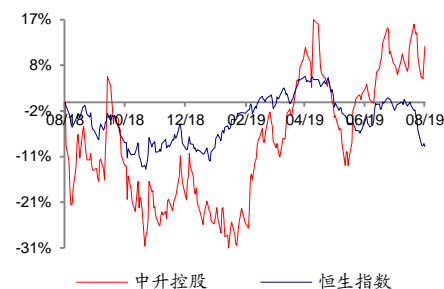
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

#### 公司评级

买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 21.50 港元   |
| 合理价值 | 24.27 港元   |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2019-08-13 |

#### 相对市场表现



#### 分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145

dengchongjing@gf.com.cn

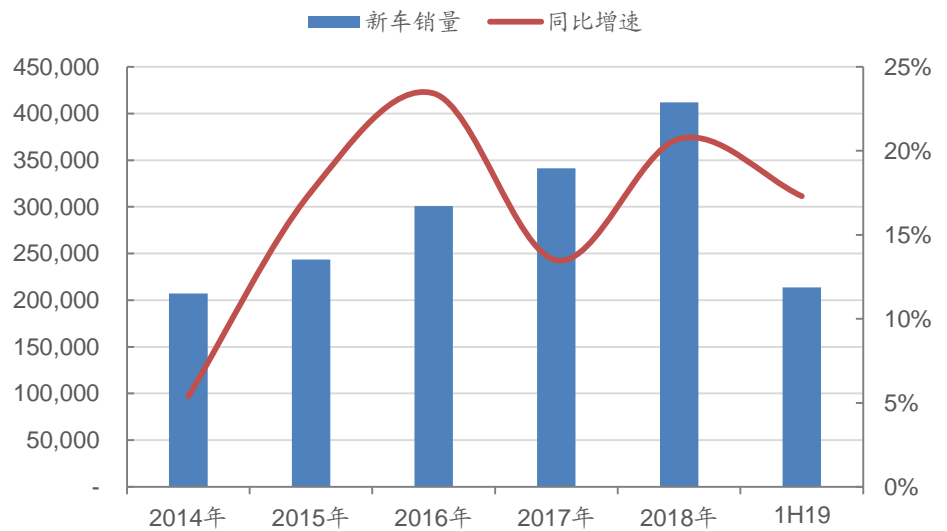
#### 相关研究:

|   |            |
|---|------------|
| 【广发海外】中升控股 (00881.HK): 新车销售业务表现出色, 售后业务增长稳健 | 2019-03-25 |
| 【广发海外汽车】中升控股 中期业绩点评: 业绩保持良性增长               | 2018-08-13 |

## 2019 年中期公司收入及盈利增长稳健，优于市场预期

中升控股 2019 年上半年营业收入为 574.1 亿元人民币，同比增长 16.4%；其中新车销售总收入为 494.8 亿元人民币，同比增长 15.8%；售后服务及精品业务收入为 79.3 亿元人民币，同比增长 20.5%；增值服务净收益为 12.1 亿元人民币，同比增长 20.9%。期内公司归母净利润为 20.8 亿元人民币，同比增长 13.3%。公司整体的收入及盈利稳步增长，整体业绩增长趋势好于市场预期。

图1：中升控股历年新车销量及增速（单位：辆/%）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 公司新车销售业务表现出色，豪华品牌销售占比提升

2019 年上半年国内豪华乘用车市场销量同比增速达 16.9%，远优于乘用车市场总体的下滑水平，再次验证了自 2018 年以来消费分级大背景下消费升级的趋势。上半年公司共销售新车 213,762 辆，同比增长 17.3%；其中豪华车型销量为 105,614 辆，同比增长 19.1%，占公司整体销量 49.4%，相比于 2018 年的 46.7% 占比有明显提升。2019 年上半年公司的新车销售毛利率为 2.7%，与 2018 年同期相比下降 1 个百分点，与 2018 年全年相比下降 0.4 个百分点；我们估计新车销售毛利率承压部分原因在于 2019 年上半年车市整体情况较 2018 年表现更为低迷，导致公司在新车销售盈利度上有一定下滑。随着下半年四季度的销售旺季临近，以及奔驰新车型 GLB、中期改款车 GLC、以及雷克萨斯 RX-L 的上市，我们预期公司在新车销售上将有更

好的车型支持，并有望提升新车销售毛利率。

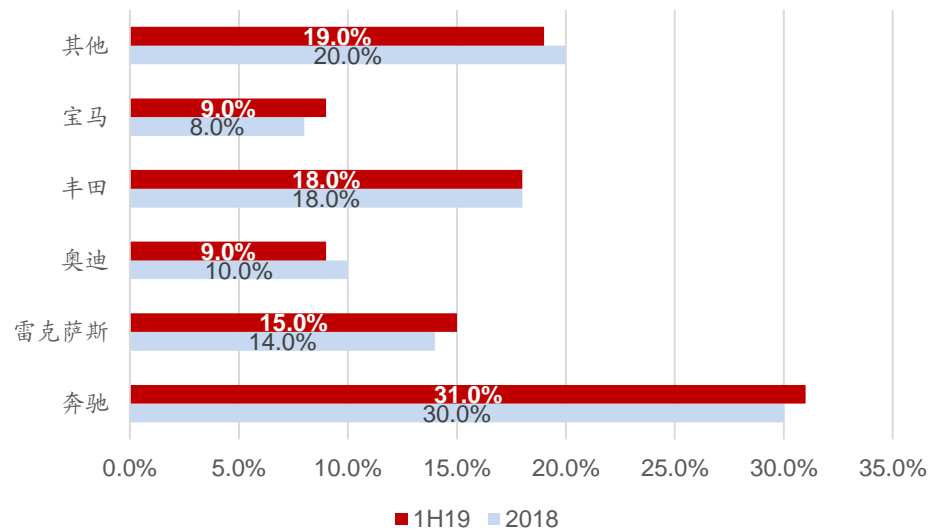
公司继续扩充新车销售网络,2019年上半年,公司的经销店网络总数达343家,与2018年底相比增加25家。其中,豪华品牌经销店数量为195家,占比为57%,与2018年占比55%相比较有所增加。区域上看,公司的经销店覆盖以一二线城市及省会城市为主,占比为75%,区域较高的消费能力有力支持公司在乘用车品牌发展差异化的趋势下,继续坚持拓展高端及豪华品牌的销售策略。其中,公司在广深区域布店较多,将受益于今年6月广深地区颁布实行的放宽牌照限制政策。

表 1: 中升控股主要合作品牌及门店数量 (单位: 家)

| 豪华品牌 | 门店数量 |      | 中高端品牌 | 门店数量 |      |
|------|------|------|-------|------|------|
|      | 2018 | 1H19 |       | 2018 | 1H19 |
| 奔驰   | 44   | 50   | 丰田    | 78   | 85   |
| 雷克萨斯 | 41   | 43   | 日产    | 35   | 35   |
| 奥迪   | 24   | 28   | 本田    | 21   | 22   |
| 宝马   | 19   | 19   |       |      |      |
| 捷豹路虎 | 15   | 15   |       |      |      |
| 沃尔沃  | 11   | 14   |       |      |      |

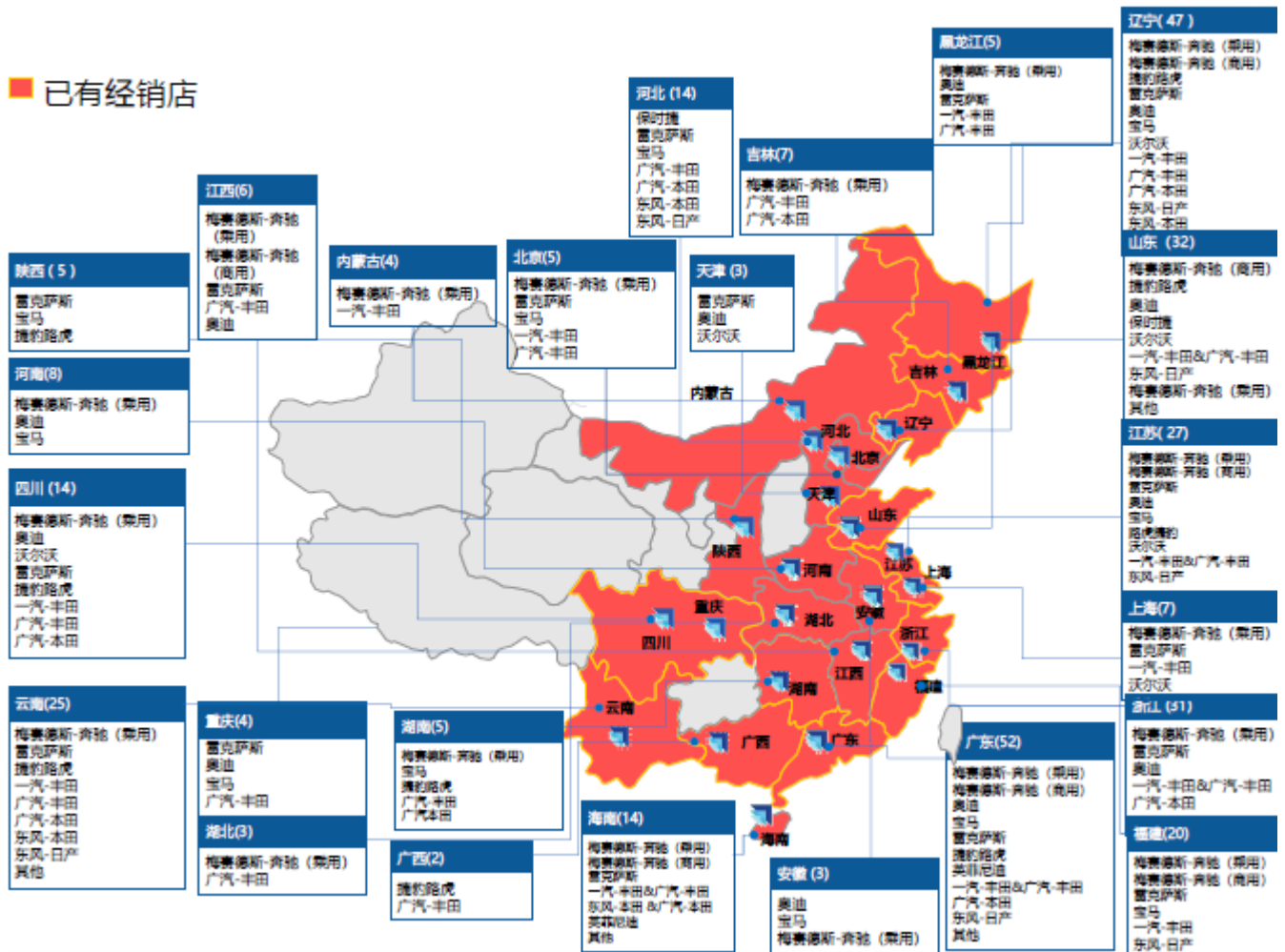
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 2: 中升控股各品牌新车销售收入占比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 3：中升控股4S经销店地域布局图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 公司售后服务及精品业务增长稳健，有望进一步提高

公司 2019 年上半年售后服务及精品业务收入为 79.3 亿元人民币，同比增长 20.5%，占公司同期总收入 13.8%，占比与 2018 年情况持平。我们认为公司销售的品牌组合表现优秀，奔驰车型 2017-2018 年的高速增长以及雷克萨斯的持续旺销（1H19 增速为 36.5%）都将在 2019-2021 年为中升提供较好的客户存量基础，公司在售后服务及精品业务收入有望进一步提高。

## 投资建议与风险提示

### 公司受益于旗下豪华品牌组合，维持“买入”评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.996/2.433 元人民币，当前价格对应 2019 年 P/E 为 9.5 倍（以 2019 年 8 月 9 日公司收盘价计算），低于过往历史 3 年 1-Yr forward P/E 平均值（10 倍 P/E）。在豪华车市场消费升级趋势之下，公司有望继续受益于旗下豪华品牌组合。我们给予公司估值 10.7 倍 2019E P/E（过往历史 3 年 1-Yr forward P/E 平均值+1 标准差）给出 24.27 港元的合理价值，维持“买入”评级。

### 风险提示：

国内经济增速未如预期影响豪华品牌乘用车的销售增速，售后服务及增值业务增长不如预期，中美贸易摩擦导致市场下行风险。

| 资产负债表          |               |               |               |               |               | 利润表             |               |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元人民币     |               |               |               |               |               | 单位: 百万元人民币      |               |               |               |               |               |
| 至12月31日        | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         | 至12月31日         | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
| 厂房设备           | 10,056        | 11,507        | 13,689        | 15,955        | 18,615        | 收入              | 86,290        | 107,736       | 129,451       | 151,300       | 178,576       |
| 土地             | 2,496         | 2,977         | 3,338         | 3,743         | 4,137         | 销售成本            | 77,606        | 97,813        | 117,213       | 136,615       | 161,152       |
| 无形资产           | 5,737         | 6,331         | 6,335         | 6,609         | 6,864         | 毛利              | 8,684         | 9,923         | 12,238        | 14,685        | 17,424        |
| 商誉             | 3,940         | 4,564         | 4,792         | 5,031         | 10,315        | 其他收入            | 1,843         | 2,561         | 2,852         | 3,271         | 3,753         |
| 对合营企业投资        | 43            | 45            | 45            | 45            | 45            | 营销费用            | 3,294         | 4,311         | 5,180         | 6,054         | 6,964         |
| 其他非流动          | 1,264         | 1,282         | 1,282         | 1,282         | 1,282         | 行政开支            | 1,347         | 1,745         | 1,875         | 2,186         | 2,417         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>23,535</b> | <b>26,707</b> | <b>29,481</b> | <b>32,666</b> | <b>41,259</b> | <b>经营利润</b>     | <b>5,885</b>  | <b>6,428</b>  | <b>8,034</b>  | <b>9,716</b>  | <b>11,796</b> |
| 现金及现金等价物       | 5,027         | 6,143         | 8,137         | 13,325        | 21,439        | 财务费用净额          | 1,077         | 1,231         | 1,553         | 1,816         | 2,143         |
| 在途现金           | 356           | 431           | 451           | 471           | 491           | 应占合资联营盈利        | 5             | 3             | 5             | 5             | 6             |
| 存货             | 7,510         | 10,980        | 12,941        | 14,612        | 16,725        | 税前利润            | 4,813         | 5,201         | 6,485         | 7,905         | 9,658         |
| 应收账款           | 1,083         | 1,342         | 1,586         | 1,832         | 2,139         | 所得税             | 1,338         | 1,505         | 1,877         | 2,288         | 2,796         |
| 应付及其他应收        | 8,644         | 10,111        | 10,524        | 11,512        | 12,493        | <b>全年利润</b>     | <b>3,476</b>  | <b>3,695</b>  | <b>4,608</b>  | <b>5,617</b>  | <b>6,862</b>  |
| 其他流动资产         | 1,425         | 1,455         | 1,455         | 1,455         | 1,456         | 归属股东净利润         | 3,350         | 3,637         | 4,535         | 5,528         | 6,753         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>24,045</b> | <b>30,462</b> | <b>35,094</b> | <b>43,207</b> | <b>54,743</b> | 归属非控制权益净利       | 125           | 59            | 73            | 89            | 109           |
| 短期债务           | 16,828        | 17,073        | 17,926        | 18,823        | 19,764        |                 |               |               |               |               |               |
| 一年内到期长期借款      | 1,884         | 0             | 1,500         | 1,500         | 1,500         |                 |               |               |               |               |               |
| 应付货款           | 3,471         | 4,815         | 4,964         | 5,786         | 6,825         | <b>现金流量表</b>    |               |               |               |               |               |
| 其他应付           | 2,935         | 2,997         | 3,486         | 4,066         | 4,625         | <b>至12月31日</b>  | <b>2017</b>   | <b>2018</b>   | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| 应付关联公司款        | 0.6           | 1.1           | 1.0           | 1.0           | 1.0           | 税前收入            | 4,813         | 5,201         | 6,485         | 7,905         | 9,658         |
| 应付税项           | 1,373         | 1,470         | 1,795         | 2,146         | 2,619         | 折旧与摊销调整         | 993           | 1,175         | 1,414         | 1,652         | 1,928         |
| 其他流动负债         | 245           | 245           | 245           | 245           | 245           | 应占合资联营盈利        | -5            | -3            | -5            | -5            | -6            |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>26,737</b> | <b>26,600</b> | <b>29,918</b> | <b>32,567</b> | <b>35,579</b> | 已付税金            | -1,060        | -1,441        | -1,877        | -2,288        | -2,796        |
| 递延税款贷项         | 1,680         | 1,909         | 2,157         | 2,438         | 2,755         | 营运资金变动          | -693          | -3,869        | -2,321        | -1,373        | -1,656        |
| 长期借款           | 2,495         | 9,622         | 12,410        | 16,592        | 22,864        | <b>经营活动的净现金</b> | <b>5,235</b>  | <b>2,318</b>  | <b>5,250</b>  | <b>7,707</b>  | <b>9,272</b>  |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>4,174</b>  | <b>11,531</b> | <b>14,567</b> | <b>19,029</b> | <b>25,619</b> | 资本开支            | -1,849        | -2,276        | -3,035        | -3,547        | -4,187        |
| 股东股本           | 0.2           | 0.2           | 0.2           | 0.2           | 0.2           | 其他投资现金流         | -2,989        | -1,957        | -2,500        | -2,625        | -2,760        |
| 储备金            | 15,913        | 18,239        | 21,916        | 25,615        | 30,233        | <b>投资活动的净现金</b> | <b>-4,838</b> | <b>-4,233</b> | <b>-5,535</b> | <b>-6,173</b> | <b>-6,947</b> |
| 股东权益           | 15,913        | 18,240        | 19,178        | 23,175        | 33,225        | 债权融资            | 1,636         | 4,964         | 3,641         | 5,078         | 7,214         |
| 非控股股东权益        | 756           | 797           | 911           | 1,101         | 1,579         | 股权融资            | 1,176         | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>16,669</b> | <b>19,036</b> | <b>20,089</b> | <b>24,276</b> | <b>34,804</b> | 已付利息            | -618          | -100          | -100          | -100          | -100          |
|                |               |               |               |               |               | 其他融资现金流         | -1,091        | -1,201        | -1,261        | -1,325        | -1,325        |
|                |               |               |               |               |               | <b>融资活动的净现金</b> | <b>-1,842</b> | <b>-760</b>   | <b>-100</b>   | <b>-100</b>   | <b>-100</b>   |
|                |               |               |               |               |               | 其他              | 491           | 3,003         | 2,280         | 3,653         | 5,789         |
|                |               |               |               |               |               | <b>现金净增减额</b>   | <b>888</b>    | <b>1,088</b>  | <b>1,994</b>  | <b>5,188</b>  | <b>8,114</b>  |
|                |               |               |               |               |               | 期初现金及现金等价物      | 4,157         | 5,027         | 6,143         | 8,137         | 13,325        |
|                |               |               |               |               |               | 外汇汇兑影响          | -18           | 28            | 0             | 0             | 0             |
|                |               |               |               |               |               | 期末现金及现金等价物      | 5,027         | 6,143         | 8,137         | 13,325        | 21,439        |

数据来源: 公司财报公告, 广发证券发展研究中心

## 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。
- 廖凌：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。6年策略及中小市值研究经验。
- 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。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，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。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 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（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。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。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，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，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，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：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾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。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，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：海外必须消费品研究助理，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。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，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<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中111<br>号永安中心14楼<br>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。