

【广发地产&海外】旭辉控股集团 (00884.HK)
核心净利稳步提升，土地拓展重心转移
核心观点:
● 毛利率改善明显，核心净利稳步提升

公司 2019 年上半年实现营业收入 201 亿人民币，同比增长 8.9%，受当期竣工面积下滑影响增速回落明显。19 年上半年毛利率提升 6.0pct 至 29.6%，受其他非经常性收支大幅下降影响，归属净利润同比下降 6.6%，剔除非经常性损益后，核心净利润同比上升 17.3%。

● 销售规模稳步增长，土地投资重心由长三角向其他区域转移

19 年上半年公司实现销售金额 884 亿人民币，同比增长 34%，完成销售目标的 47%。土地投资方面，上半年新增建面 769 万方，同比下降 11.5%，拿地总价 373 亿人民币，同比下降 29.7%，土地投资重心由一二线、长三角向强三线及珠三角、中西部等地区转移。截至 19 年 6 月末，公司在手储备 4680 万方，对应去化周期 3.9 年，总体储备充足。

● 有息负债规模小幅扩张，美元计价有息负债上升

截至 19 年 6 月末公司有息负债上升 948 亿人民币，较 18 年末增长 21.7%，净负债率则小幅上升 2.3pct 至 69.5%，加权平均融资成本为 5.9%，总体维持稳定。值得注意的是，19 上半年美元计价有息负债较 18 年末上升 23%，在美元汇率上行压力下关注汇率波动对公司业绩带来的影响。

● 19-20 年分别对应动态 PE4.3x、3.4x，维持“买入评级”

预计 19-21 年公司归母净利润分别为 71/88/109 亿人民币，对应 19-21 年动态 PE4.6X、PE3.7x，维持此前合理价值 6.16 港元/股，“买入”评级。

● 风险提示

行业政策存在不确定性，公司存量项目利润率水平不及预期；公司销售规模增长以及结算业绩兑现不及预期。

盈利预测:

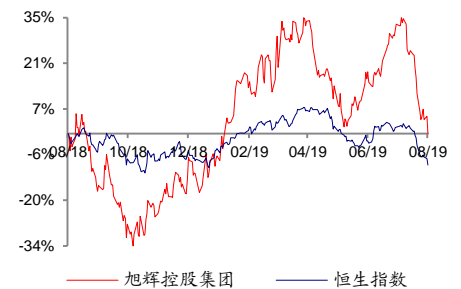
(单位: 人民币)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31824	42368	59242	77715	99723
增长率(%)	43.19%	33.13%	39.83%	31.18%	28.32%
EBITDA(百万元)	4620	3662	8889	11662	14651
净利润(百万元)	4828	5409	7069	8814	10896
增长率(%)	71.97%	12.03%	30.69%	24.69%	23.62%
EPS(元/股)	0.61	0.69	0.90	1.12	1.38
市盈率(P/E)	6.73	6.01	4.60	3.69	2.98
市净率(P/B)	1.6	1.3	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.0	8.9	3.7	2.8	2.2

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	4.6 港元
合理价值	6.16 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-18

相对市场表现

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiaodong@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:
【广发地产&海外】旭辉控股 2019-04-30

集团(00884.HK):可售资源

充足保障规模增长, 多元化

拿地能力提升

【广发海外&地产】旭辉控股 2019-02-02

集团(00884.HK):转型大运

营配合高周转, 规模增长可

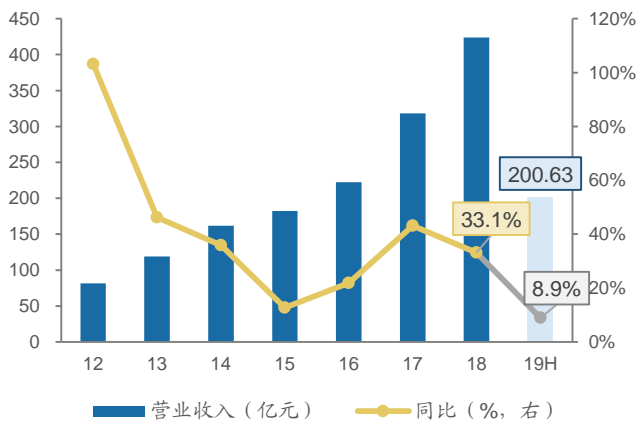
期

毛利率改善明显，核心净利稳步提升

旭辉控股集团2019年上半年实现营业收入200.63亿元（人民币，下同），同比增长8.9%，其中地产结算收入180.3亿元，同比增长3.6%，在经过16、17、18三年的结算规模快速增长后，19年上半年伴随竣工面积增速的下降，主营业务收入增长也有所放缓。2019年上半年公司实现归母净利润31.94亿元，同比增长下降6.6%，剔除因会计并表等因素带来的会计影响后，归母核心净利润28.70亿元，同比增长17.3%，归母核心净利率14.3%%，同比提升1.0pct。

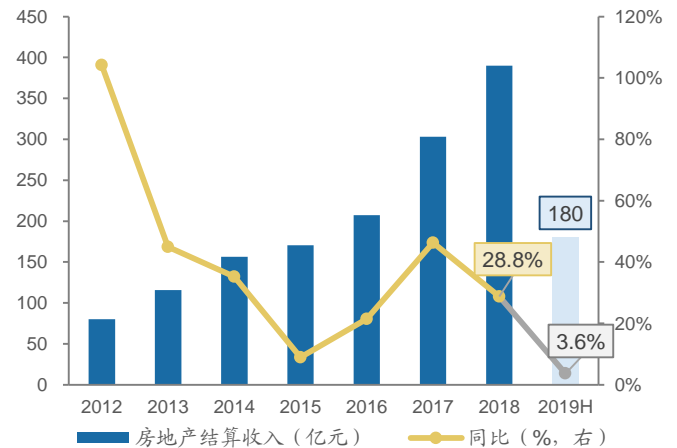
19年上半年中期派息7.0亿元，占归母核心净利润比例为24.5%，较去年同期提升5.2pct。

图 1：旭辉控股集团营业收入（亿元）及增速



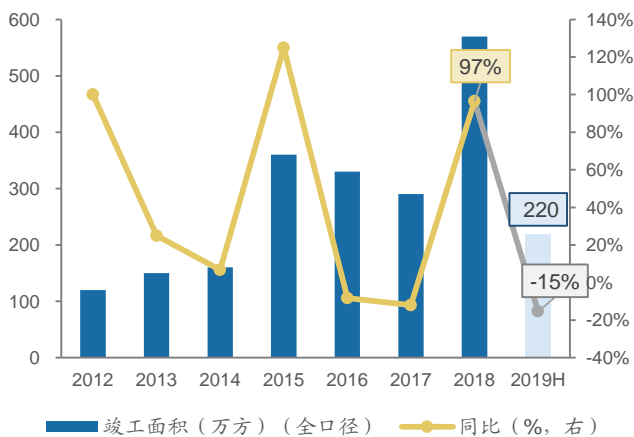
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：旭辉控股集团地产结算收入（亿元）及增速



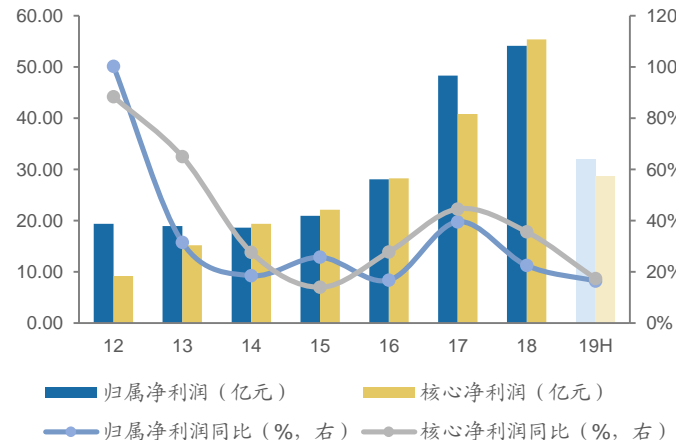
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3：旭辉控股集团竣工面积（万方）及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

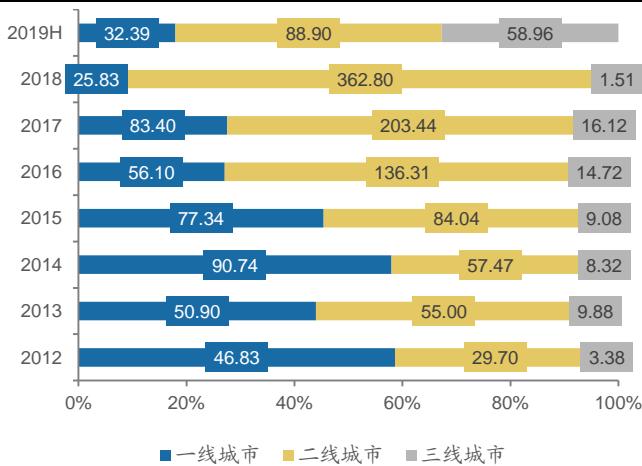
图 4：旭辉控股集团净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

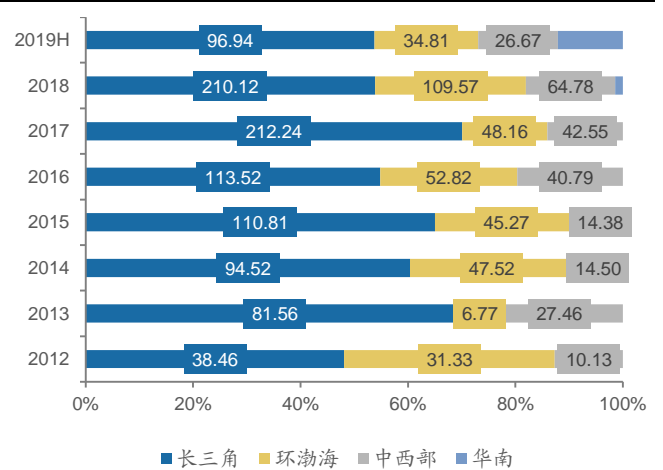
18.0%、49.3%、32.7%，其中一线城市结算收入贡献32.39亿元，同比大增386%，二线城市结算收入贡献88.90亿元，同比下降46.5%。从分区域来看，上半年长三角地区结算贡献占比达到53.8%，环渤海及中西部则分别为19.3%、14.8%。具体城市来看，19上半年上海单城市结算收入32.39亿元，增长近4倍，占总收入比重达18%，重庆、沈阳等城市也在低基数下实现收入翻倍。

图 5：旭辉控股集团结算收入（亿元）分线分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 6：旭辉控股集团结算收入（亿元）分区域分布

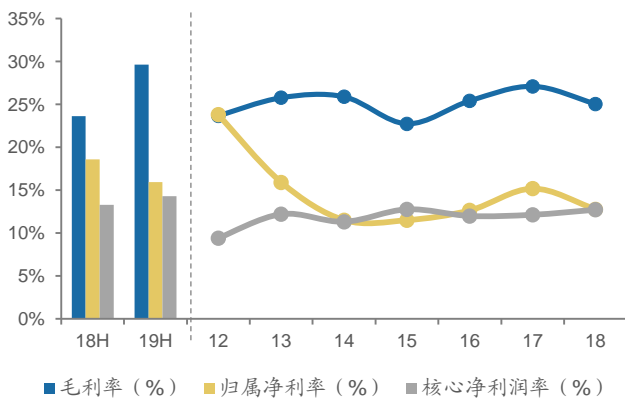


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

毛利率方面，旭辉控股集团19年上半年实现毛利率29.6%，同比提升6.0pct，剔除由负商誉摊销等因素带来的非现金性成本的影响（19年H1为9.79亿，18年H1为18.56亿）后，真实结算项目的毛利率进一步提升至34.5%，同比提升0.8pct。

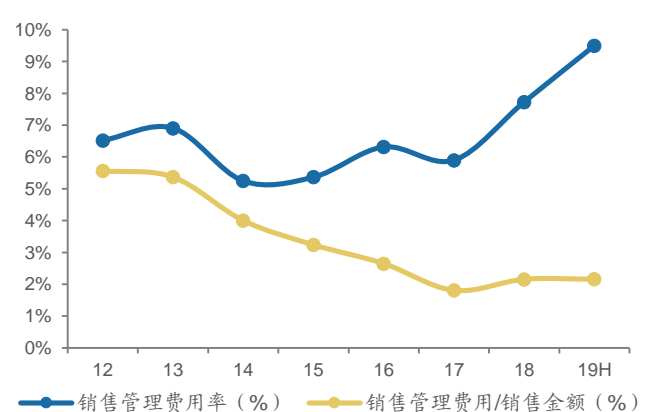
费用率方面，本期销管费用率较18年同期进一步提升1.6pct，一定程度稀释业绩，但销售金额口径销管费用则基本保持平稳，公司在扩张过程中仍保持较强的运营管控能力。

图 7：旭辉控股集团毛利率及净利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 8：旭辉控股集团管理费用率



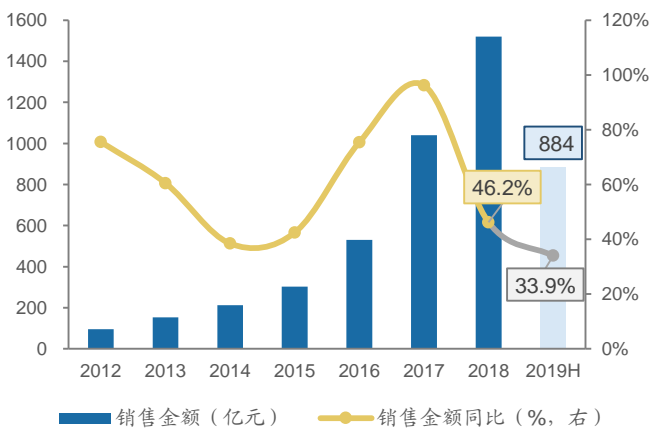
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

报告期内非经常性及非现金性收益规模与18年同期相比有所下降，其中变化最大的是并购带来重新计量收益，18年期中为9.03亿元，19年这部分未贡献任何收益，但公允价值变动增长加快，19年并表及联营合营企业投资性房地产公允价值变动带来税后利润8.1个亿，去年同期为3.77亿元，增长115%。由此导致19年上半年公司核心净利润增长表现优于归母净利润增速，核心净利率也上升1.0pct至14.3%。

销售规模稳步增长，拿地权益占比持续提升

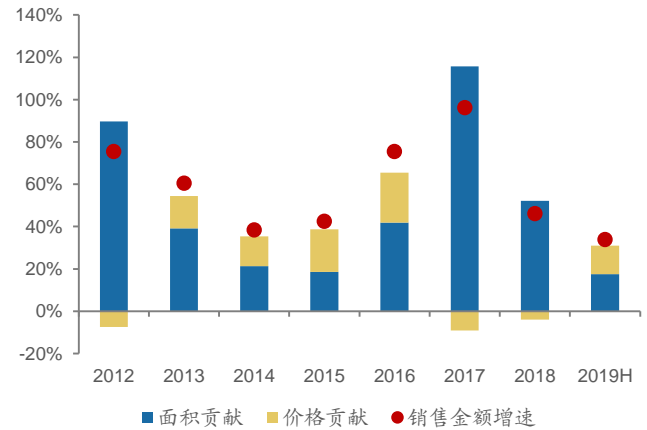
销售方面，19年上半年公司实现销售金额884亿元，同比增长34%，完成当年销售目标的47%，与去年同期销售节奏基本相当。金额增长贡献拆分来看，19上半年公司实现销售面积509万方，同比增长17.5%，销售均价17382元/平，同比增长13.5%。

图9：旭辉控股集团销售金额（亿元）及增速



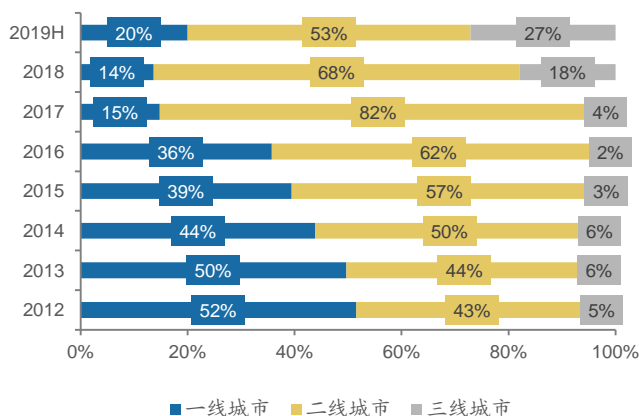
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：旭辉控股集团销售贡献拆分



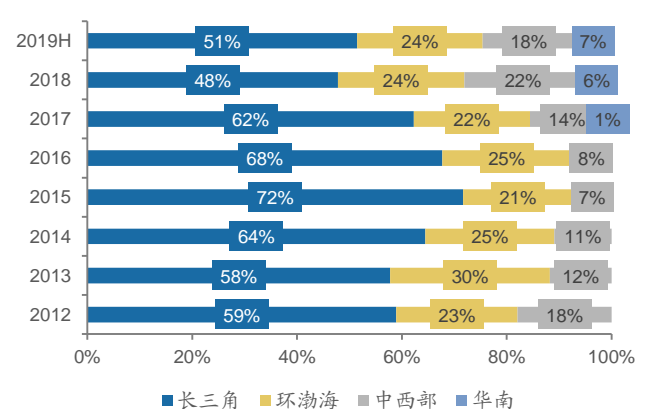
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：旭辉控股集团销售金额分线占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：旭辉控股集团销售金额分区域占比



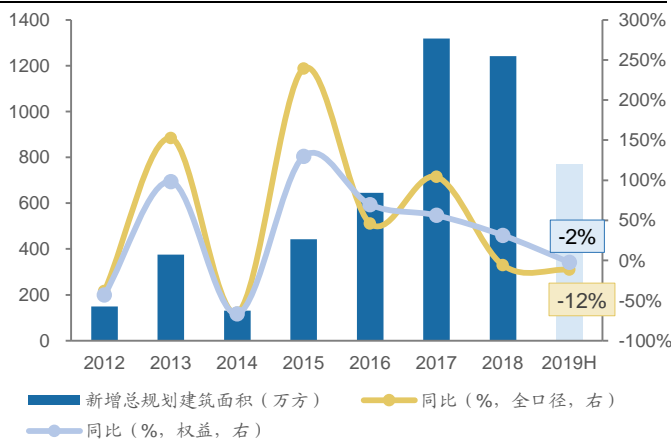
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

分线城市来看，19上半年一线城市销售金额占比提升至20%，较18年同期提升14pct，在北京、上海分别实现销售额106亿元、57亿元（18年同期仅为4亿元、34亿

元)，而其他高均价地区如无锡、南京也实现规模成倍数增长，由此带动整体销售均价上升。18年以来公司销售结构有一定变化，分线来看三四线城市销售占比提升，分区方面长三角占比降至50%左右，中西部比例明显提升，而华南区域也逐步成长。

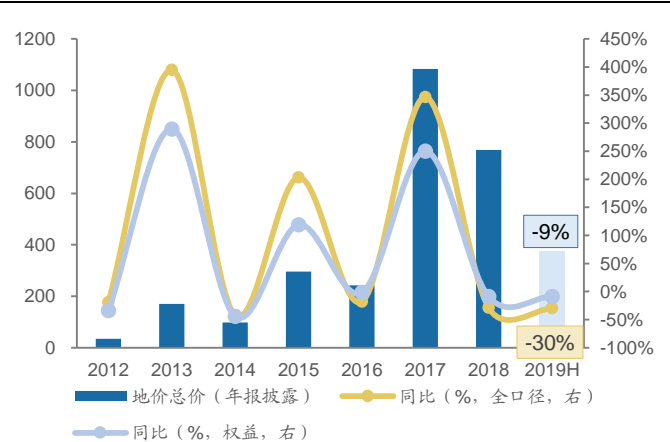
土地投资方面，19上半年公司新增项目34个，对应新增土地规划总建面769万方，同比下降11.5%，拿地总价为373亿元，同比下降29.7%。19年上半年公司拿地金额及面积口径权益比例分别为71%、63%，较18年分别提升18pct、6pct。自13年以来公司通过加大权益合作比例来控制财务杠杆的同时实现规模高速增长，随着公司规模扩张到一定程度，17年进入“千亿俱乐部”后，权益比例的提升一定程度上有助于公司提升销售规模的业绩效率。

图 13: 旭辉控股集团拿地面积 (万方) 及增速



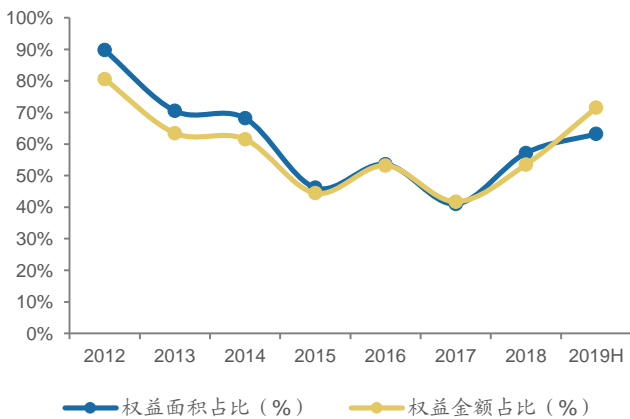
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 14: 旭辉控股集团拿地金额 (亿元) 及增速



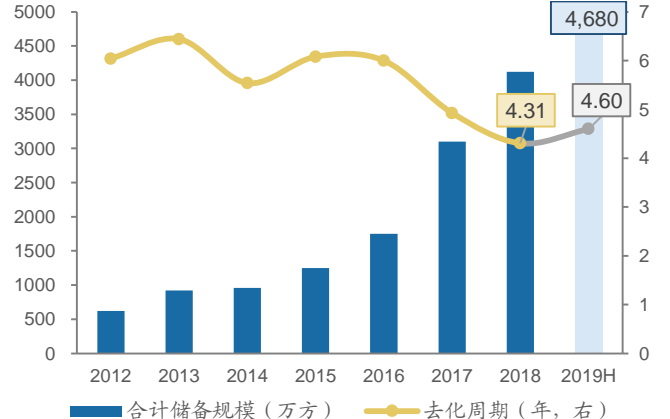
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 15: 旭辉控股集团金额及面积口径拿地权益占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 16: 旭辉控股集团土地储备及去化周期



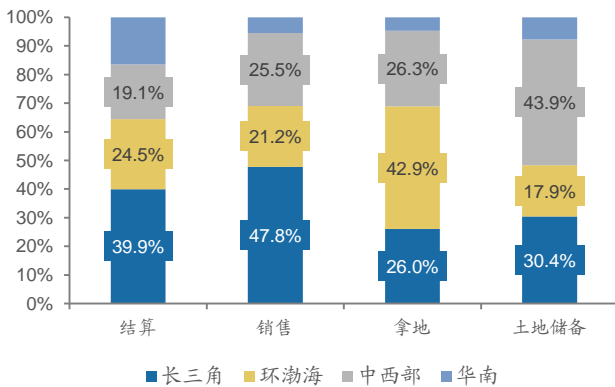
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

而从拿地力度来看，19年上半年金额口径拿地强度（拿地金额/销售金额）为42.1%，较18年下降8.4pct，而面积口径拿地强度（拿地面积/销售面积）为151.1%，较18年上升21.4pct。19年上半年公司拿地均价为4848元/平米，较18年全年6190元/平米，有比较明显的下降，而从拿地结构上来看，公司19年上半年显著提高了二线

城市的获取力度，三四线城市占比下降明显。二线提升土地低成本不升返降的原因在于土地获取方式的调整，在4月份公司一次性通过一二级联动转化，在太原获取了252万方土地储备，成本仅为1923元/平米，此外，武汉曙光村、石家庄长安区一二级联动，成都新都区商住综合体项目都是公司土地拓展多样化的体现，切实降低了成本。

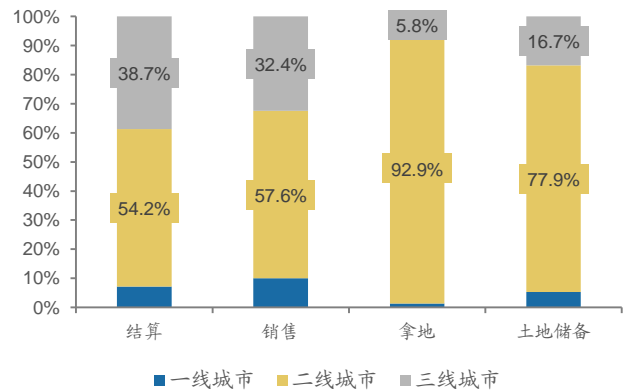
截至19年6月末，公司在手储备规模合计4680万方，较18年末增长13.6%。按18年销售均价，当前公司在手货值7434亿元，对应去化周期4.6年，总体储备充足。从储备、销售、结算、拿地这四个角度，可以发现公司的布局结构有过去偏重长三角区域，向全国拓展，在稳定一二市场定位的基础之上，拓展珠三角、中西部、以及环渤海的土地储备，做到全国均衡布局，降低单一市场或区域的市场波动风险。

图 17: 旭辉控股集团结算、销售、拿地、土储分区



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 18: 旭辉控股集团结算、销售、拿地、土储分线



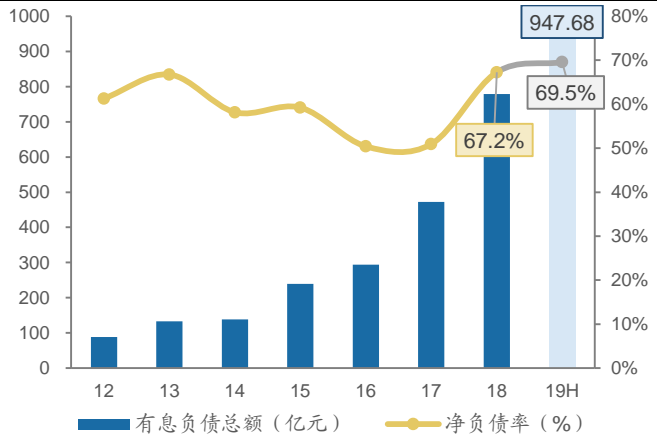
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

有息负债规模小幅扩张，经营杠杆占比提升

截至19年6月末，公司有息负债上升947.68亿元，较18年末增长21.7%，其中短期有息负债和长期有息负债分别增长23.8%和21.3%，净负债率则小幅上升2.3pct至69.5%，但仍低于成长型房企平均净负债率水平。19年上半年公司加权平均融资成本为5.9%，较18年小幅上升1.0pct，总体维持稳定，标普评级上调至BB稳定。

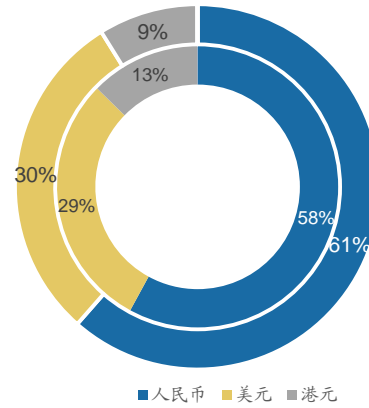
从结构来看，截至19上半年公司境外债务总债务存量的比例为39%，与18年底相比下降3个百分点，其中美元债务规模有所提升。19年上半年公司发生汇兑亏损5616万（18年同期为收益1649万元），受国际政治经济环境影响，未来公司或因美元汇率走高导致业绩波动，值得后续关注。

图 19: 旭辉控股集团有息负债(亿元)及增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

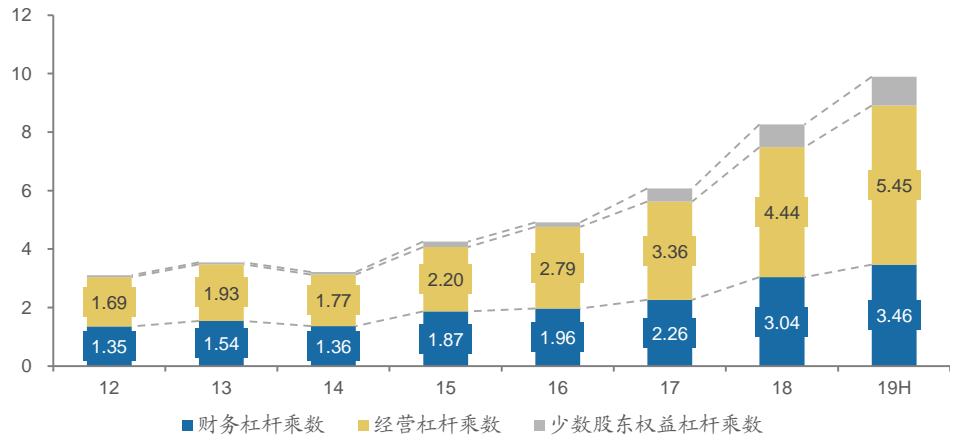
图 20: 旭辉控股集团18及19H1有息负债构成



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 内圈为2018年有息负债构成; 外圈19H1有息负债构成

图 21: 旭辉控股集团权益乘数构成拆分



数据来源: 广发证券发展研究中心

杠杆结构来看, 19年上半年公司权益乘数上升至11.0x, 较18年末提升1.6x, 三项细分杠杆乘数均有所提升。其中经营杠杆由4.4x提升至5.5x, 是本期杠杆乘数增长的主要原因, 公司杠杆结构进一步改善。

盈利预测与投资评级

总体来看, 公司地产结算收入占比仍在90%左右, 当前地产销售规模持续增长, 拿地权益比例逐步提升, 土地储备充足, 结算节奏保持稳定, 我们前期对公司的判断, 预计19-21年公司收入分别为592/777/997亿人民币, 对应归母净利润分别为70.7/88.1/109.0亿人民币, 同比分别上涨30.7%/24.7%/23.6%, 对应19年动态PE4.6X, 20年动态PE3.7x。

合理价值方面, 当前H股龙头房企平均19年动态PE为5.9x, 考虑到公司当前销售规模扩张的持续性和未来业绩增长的可能性, 给予公司19年6.2x动态PE估值, 对应股价5.52人民币/股, 参考当前港元对人民币汇率0.8968, 维持此前合理价值6.16

港元/股，并维持“买入”评级。

表1: 旭辉控股集团盈利预测表

单位: 亿, 人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
并表结算金额(地产业务收入)	303	390	545	710	902
增速	46%	29%	40%	30%	27%
其他业务收入	15	34	47	67	95
增速	1%	119%	41%	42%	42%
总营业收入	318	424	592	777	997
增速	43%	33%	40%	31%	28%
毛利率	27.10%	25.00%	25.80%	25.00%	24.30%
营业成本	232	318	440	583	755
营业毛利	86	106	153	194	243
期间费用(销售费用+管理费用)	18.8	32.7	38.3	46.5	59.3
期间费用率	5.90%	7.70%	6.50%	6.00%	5.90%
财务费用	2.62	3.69	4.53	6.15	6.88
投资收益	21	22	30	34	35
其他收益	14.5	21.7	1.6	2.1	2.1
营业利润	100.4	113.2	141.5	177.4	213.5
税项(所得税+土地增值税)	38.9	42	51.2	64.4	77.4
净利润	61.5	71.2	90.4	113	136
少数股东损益	13.2	17.1	19.7	24.9	27.1
归母净利润	48.3	54.1	70.7	88.1	109.0
增速	72.00%	12.01%	30.70%	24.70%	23.60%
EPS(人民币/股)	0.61	0.69	0.90	1.12	1.38
PE	6.73	6.01	4.60	3.69	2.98

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

行业政策存在不确定性, 公司区域下沉过程中周转提效存在不确定性; 公司存量项目利润率水平不及预期; 公司销售规模增长以及结算业绩兑现不及预期。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	126,071	207,351	250,710	301,157	367,717
货币资金	29,787	44,618	56,000	74,620	100,800
应收及预付	38,598	57,955	63,973	64,353	71,393
存货	56,141	102,326	125,990	158,775	192,884
其他流动资产	1,546	2,452	4,748	3,409	2,641
非流动资产	25,686	33,711	41,583	50,034	56,500
长期股权投资	8,626	14,291	18,805	23,336	27,240
固定资产	85	134	135	137	138
其他长期资产	16,975	19,286	22,643	26,561	29,122
资产总计	151,758	241,061	292,293	351,191	424,217
流动负债	79,185	123,344	145,060	171,305	202,252
短期借款	11,820	13,396	18,718	23,749	30,776
应付及预收	62,735	102,217	118,792	140,483	164,974
其他流动负债	4,629	7,731	7,550	7,074	6,501
非流动负债	38,303	68,271	84,864	106,216	134,693
长期借款	35,419	64,469	80,812	101,828	129,890
其他非流动负债	2,884	3,802	4,052	4,388	4,803
负债合计	117,487	191,615	229,924	277,521	336,944
股本	612	626	626	626	626
其他股权工具	3,848	3,884	3,884	3,884	3,884
资本公积及留存收益	20,292	24,978	32,047	40,861	51,757
归属母公司股东权益	20,904	25,604	32,673	41,488	52,384
少数股东权益	9,519	19,959	25,813	28,299	31,006
负债和股东权益	151,758	241,061	292,293	351,191	424,217

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	31,824	42,368	59,242	77,715	99,723
营业成本	23,203	31,755	43,965	58,302	75,470
销售费用	610	1,153	1,262	1,563	1,966
管理费用	1,268	2,122	2,570	3,090	3,965
财务费用	262	369	453	615	688
其他经营收益	1,454	2,172	161	212	211
投资净收益	2,106	2,175	3,001	3,385	3,500
营业利润	10,041	11,317	14,155	17,743	21,346
利润总额	10,041	11,317	14,155	17,743	21,346
所得税	3,893	4,199	5,115	6,442	7,743
净利润	6,149	7,118	9,040	11,301	13,603
少数股东损益	1,320	1,709	1,971	2,486	2,707
归属母公司净利润	4,828	5,409	7,069	8,814	10,896
EBITDA	4,620	3,662	8,889	11,662	14,651
EPS (元)	0.61	0.69	0.90	1.12	1.38

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5,596	-2,838	-1,165	6,214	8,121
净利润	4,828	5,409	7,069	8,814	10,896
折旧摊销	17	31	15	15	15
营运资金变动	751	-8,278	-8,249	-2,616	-2,790
投资活动现金流	-19,802	-15,078	-3,032	-5,853	-7,156
资本支出	-17	-24	0	0	0
投资变动	-3,324	-4,303	-452	-399	-256
其他	-16,461	-10,750	-2,580	-5,454	-6,900
筹资活动现金流	23,689	31,047	15,579	18,259	25,215
银行借款	14,849	12,204	21,666	26,046	35,089
债权融资	-1,390	12,389	0	0	0
股权融资	2,224	175	0	0	0
其他	8,006	6,279	-6,086	-7,787	-9,874
现金净增加额	9,484	13,131	11,382	18,620	26,180
期初现金余额	20,677	29,787	44,618	56,000	74,620
期末现金余额	29,787	44,618	56,000	74,620	100,800

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	43.2%	33.1%	39.8%	31.2%	28.3%
营业利润增长	107.6%	12.7%	25.1%	25.3%	20.3%
归母净利润增长	72.0%	12.0%	30.7%	24.7%	23.6%
获利能力					
毛利率	27.1%	25.0%	25.8%	25.0%	24.3%
净利率	15.2%	12.8%	11.9%	11.3%	10.9%
ROE	23.1%	21.1%	21.6%	21.2%	20.8%
ROIC	2.2%	1.1%	2.1%	2.3%	2.5%
偿债能力(%)					
资产负债率	77.4%	79.5%	78.7%	79.0%	79.4%
净负债比率	50.9%	67.2%	69.8%	69.2%	68.6%
流动比率	159.2%	168.1%	172.8%	175.8%	181.8%
速动比率	88.3%	85.1%	86.0%	83.1%	86.4%
营运能力					
总资产周转率	26.5%	21.6%	22.2%	24.2%	25.7%
应收账款周转率			199.6%	129.0%	160.1%
存货周转率	52.4%	40.1%	38.5%	40.9%	42.9%
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.69	0.90	1.12	1.38
每股经营现金流	0.71	-0.36	-0.15	0.79	1.03
每股净资产	2.7	3.2	4.1	5.3	6.6
估值比率					
P/E	6.73	6.01	4.60	3.69	2.98
P/B	1.6	1.3	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.0	8.9	3.7	2.8	2.2

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	1401-1410室
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。