

博世科 (300422.SZ)

年报业绩延续高增长、股权激励彰显未来成长信心

核心观点:

● 受益于水治理、土壤修复业务加速拓展, 业绩增长超六成

2018 年公司实现营收 27.24 亿元 (同比+85.5%, 下同), 归母净利润 2.35 亿元 (同比+60.4%)。收入大幅增长的主要原因是水污染治理业务、土壤修复等业务营收达到 19 亿元 (同比+99%)、3 亿元 (同比+43%), 利润增速滞后于收入增速的原因在于主营毛利率相对稳定的同时财务费用增长 0.74 亿元 (同比+2.6 倍) 以及减值损失增加 0.5 亿元。2019 年 1 季度实现营收 6.41 亿元 (同比+23.4%), 归母净利润 0.71 亿元 (同比+16.9%)。

● 环境治理业务快速扩张, 新签订 54.98 亿元

2018 年环境综合治理业务继续高速增长, 水治理、土壤修复营收占比分别达到 70%、11%, 运营收入仅为 0.6 亿元; 分地区来看, 优势地区华南、华中地区营收分别为 12.8 (同比+33%)、6.4 亿元 (同比+131%), 占比 70%。2018 年公司新签订单额 54.98 亿元 (工程类订单 31.3 亿元, 运营类订单 19.9 亿元), 其中水污染、土壤修复分别达到 37.69 亿元、6.73 亿元。

● 经营现金流同比有所改善, 股权激励业绩目标复合增速超 30%

2018 年公司经营现金流金额为-0.4 亿元, 同比来看有较大幅度改善。但受制于当前工程为主的业务模式, 2018 年末资产负债率攀升至 73.6%, 即使 2018 年内完成了转债发行 4.3 亿元, 当期财务费用依然激增 2.6 倍。2019 年 3 月公司发布股权激励方案, 授予 300 余名对象 1500 万份期权, 2019-21 年利润目标复合增速达 32%, 彰显其对未来发展的强大信心。

● 业绩对融资改善的弹性较大, 给予“买入”评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.93、1.21、1.60 元/股, 最新收盘价对应 PE 分别为 11.1、8.6、6.5 倍。公司在手订单充裕, 农村污染治理、土壤修复等业务扩张空间依然广阔, 我们预期未来 3 年复合增速 30% 以上, 同时公司业绩对融资改善的弹性较大。参考可比公司, 给予 2019 年 15 倍 PE, 对应合理价值为 13.95 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 民营企业融资环境改善不及预期; 订单、项目落地速度低于预期; 应收账款回款进度不及预期。

盈利预测:

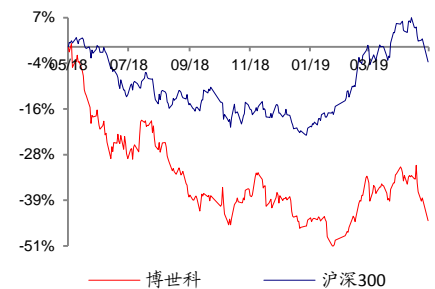
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,469	2,724	3,870	5,233	7,047
增长率 (%)	77.2	85.5	42.1	35.2	34.7
EBITDA (百万元)	264	515	662	940	1,280
净利润 (百万元)	147	235	331	431	570
增长率 (%)	134.1	60.4	40.7	30.1	32.3
EPS (元/股)	0.41	0.66	0.93	1.21	1.60
市盈率 (P/E)	41.43	14.99	11.13	8.55	6.47
市净率 (P/B)	5.24	2.30	2.12	1.70	1.35
EV/EBITDA	25.85	10.33	10.30	9.25	8.13

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	10.35 元
合理价值	13.95 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-07

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

相关研究:

博世科 (300422.SZ): 归母净利润增长 112%, 在手订单充沛保增长	2018-10-31
博世科 (300422.SZ): 长短贷+可转债+大股东借款, 多方位融资推动项目推进	2018-08-24

目录索引

受益于水治理、土壤修复业务加速，业绩增长超六成.....	4
环境治理业务快速扩张，新签订单 54.98 亿元.....	4
经营现金流同比有所改善，股权激励业绩目标复合增速超 30%.....	5
业绩对融资改善的弹性较大，给予“买入”评级.....	8
风险提示.....	8
附录：在手订单统计.....	9

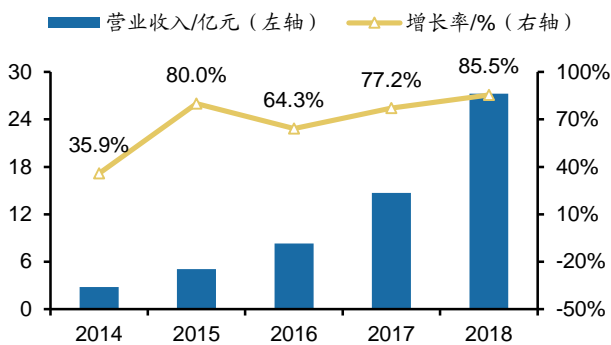
图表索引

图 1: 2018 年营业收入同比增长 85.5% (单位: 亿元)	4
图 2: 2018 年归母净利润同比增长 60.4% (单位: 亿元)	4
图 3: 公司分部业务营收情况 (单位: 亿元)	4
图 4: 公司分部业务毛利率情况	4
图 5: 分地区营业收入占比	5
图 6: 公司 2018 年末在手订单及增速 (亿元)	5
图 7: 公司历年新签合同金额 (亿元)	5
图 8: 2018 年公司资产负债率 73.6%	6
图 9: 2018 年经营现金流净额同比大幅改善	6
图 10: 2018 年期间费用大幅上升 (单位: 亿元)	6
图 11: 2018 年公司期间费用率 14.13%	6
图 12: 18 年固定、无形资产分别增加 2.2、4.0 亿元	7
图 13: 18 年投资现金流净流出同比增加 3.32 亿元	7
图 14: 2018 年公司净利率下滑 1.4 个百分点 (%)	7
图 15: 2018 年 ROE 提升至 18.6%	7
图 16: 2019-2021 年股权激励业绩目标复合增速 32%	7
表 1: 博世科同业对比 (收盘价对应 2019/5/6)	8
表 2: 2018 年以来博世科中标运营类项目情况梳理	9
表 3: 2018 年以来博世科中标工程类项目情况梳理	9

受益于水治理、土壤修复业务加速，业绩增长超六成

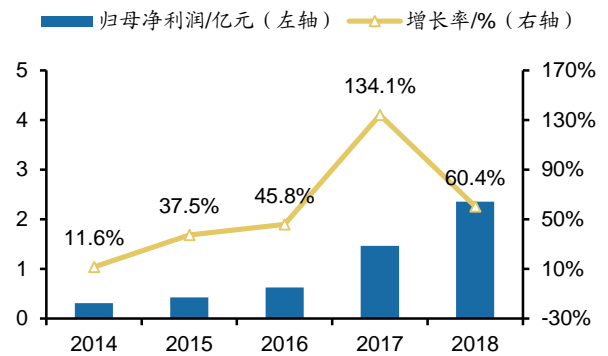
2018年公司实现营收27.24亿元（同比+85.5%，下同），归母净利润2.35亿元（同比+60.4%）。收入大幅增长的主要原因是水污染治理业务、土壤修复等业务营收达到19亿元（同比+99%）、3亿元（同比+43%），利润增速滞后于收入增速的原因在于，主营毛利率相对稳定的同时财务费用增长0.74亿元（同比+2.6倍）以及减值损失增加0.5亿元。2019年1季度实现营收6.41亿元（同比+23.4%），归母净利润0.71亿元（同比+16.9%）。

图1：2018年营业收入同比增长85.5%（单位：亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图2：2018年归母净利润同比增长60.4%（单位：亿元）

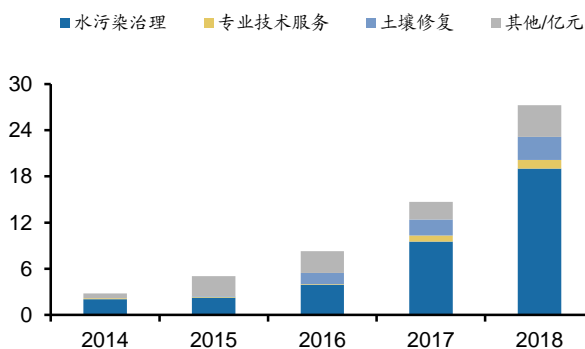


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

环境治理业务快速扩张，新签订单 54.98 亿元

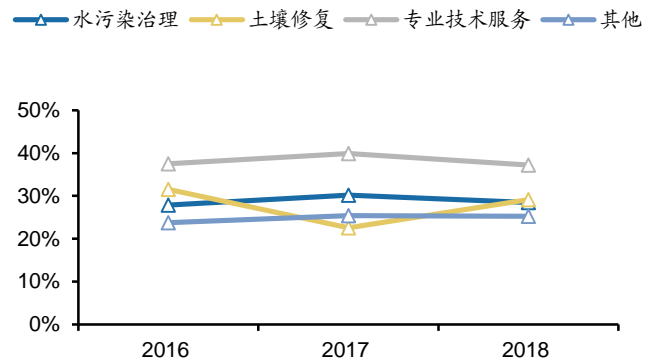
2018年环境综合治理业务继续高速增长，水治理、土壤修复营收占比分别达到70%、11%，运营收入仅为0.6亿元。分业务来看，水污染治理实现收入19亿元（同比+99.03%），土壤修复业务实现收入2.99亿元（同比+42.65%），技术服务收入1.13亿元（同比+46.69%），固废处置实现收入0.70亿元（同比+91.95%），而供水工程实现收入1.33亿元（同比-24.07%）。运营收入0.59亿元（同比+646.46%），体量依然较小，系随PPP项目逐步建设完成实现收入高增长。主营毛利率相对稳定，水污染治理、土壤修复、供水工程业务毛利率28.5%、29.1%、31.6%，同比上升-1.7、6.6、4.8个百分点。

图3：公司分部业务营收情况（单位：亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

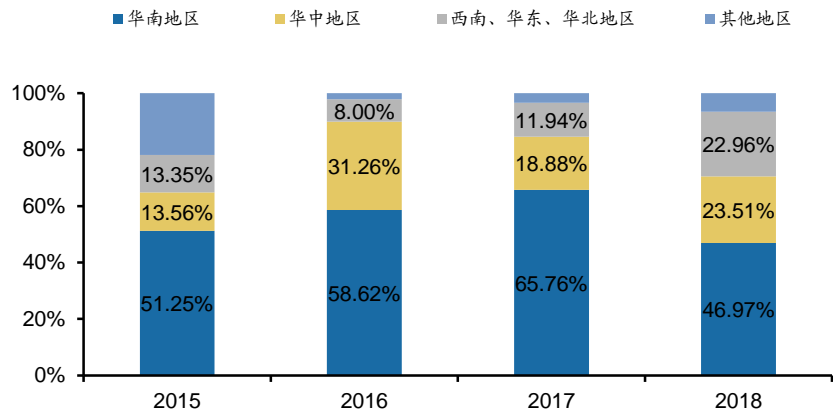
图4：公司分部业务毛利率情况



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

分地区来看，优势地区华南、华中地区营收分别为12.8（同比+32.51%）、6.4亿元（同比+130.98%），占比70%。2018年公司华南、华中地区业务持续推进分别实现营收12.8、6.4亿元，分别同比增长32.51%、130.98%，同时公司西南、华东、华北地区加速推进业务，三地区合计收入占总营业收入占比合计达22.96%（前值为11.94%）。

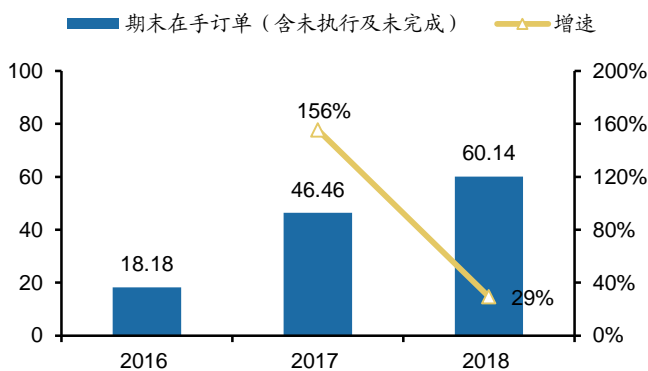
图5：分地区营业收入占比



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

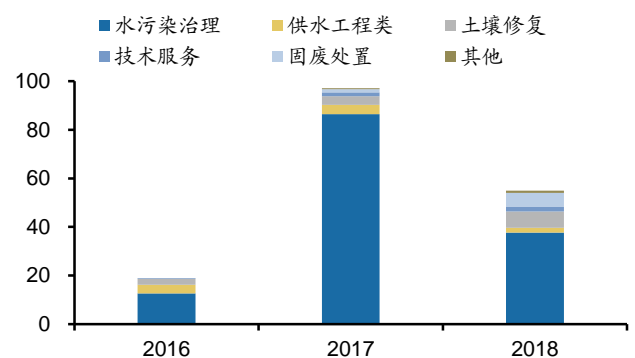
公司2018年报披露新签合同额54.98亿元（工程类订单31.3亿元，运营类订单19.9亿元），其中，水污染治理合同额37.69亿元，供水工程合同额2.01亿元，土壤修复合同额6.73亿元（含油泥处置项目及地下水修复合同额1.81亿元），同比增长91.2%，固体废弃物处置合同额5.80亿元，同比增长360.3%，专业技术服务合同额1.84亿元，其他业务合同额0.90亿元。

图6：公司2018年末在手订单及增速（亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图7：公司历年新签合同金额（亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

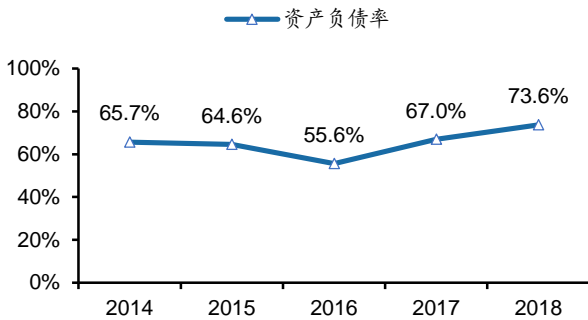
经营现金流同比有所改善，股权激励业绩目标复合增速超 30%

财务费用暴增2.6倍，负债率达到73.6%。受制于当前工程为主的业务模式，2018年末资产负债率攀升至73.6%；到2019年Q1，长期借款更是增加至15.8亿元，较2018

年末又增加4.5亿元，负债率提升至75%。2018年内公司短期负债（同比+3.4亿元）、长期负债（同比+5.7亿元）增加导致利息支出增加，导致财务费用1.02亿元，同比提升263%。2018年公司经营现金流金额为-0.4亿元，同比来看有较大幅度改善。

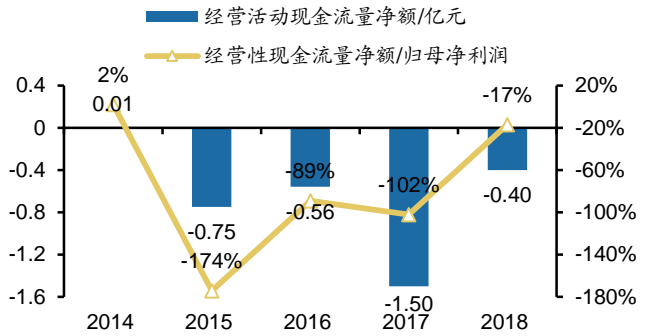
整体来看，期间费用率14.13%保持稳定。销售费用0.54亿元同比提升35.27%，管理费用（剔除研发费用）增长0.46亿元同比提升51.21%，研发费用0.91亿元同比提升99.86%。

图8：2018年公司资产负债率73.6%



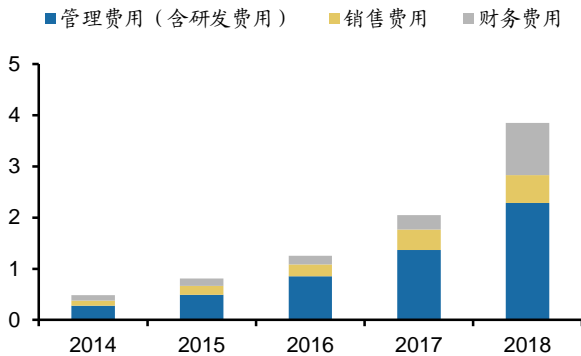
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图9：2018年经营现金流净额同比大幅改善



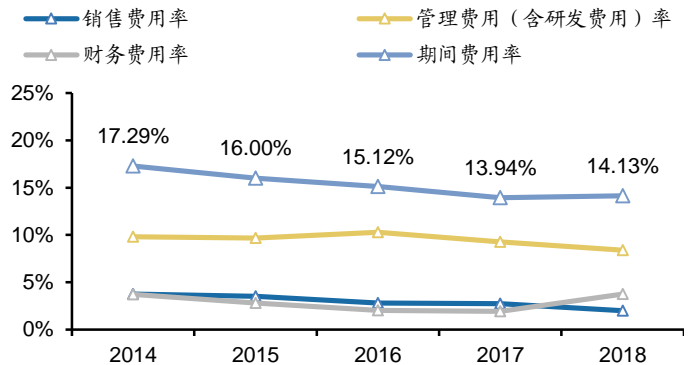
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图10：2018年期间费用大幅上升（单位：亿元）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

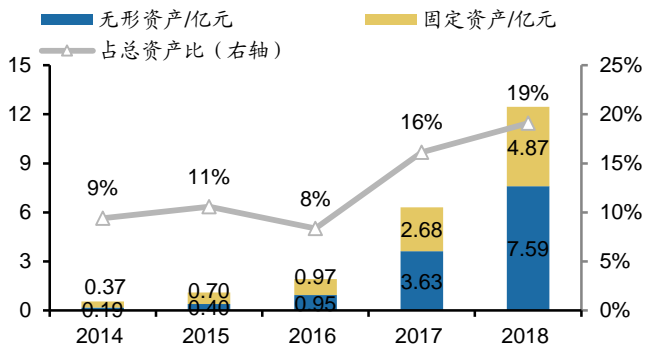
图11：2018年公司期间费用率14.13%



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

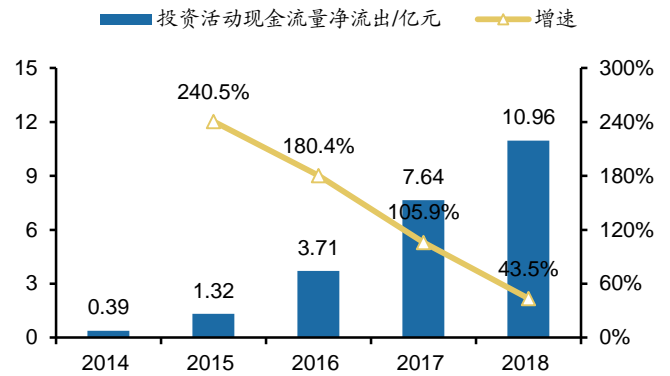
对应到资产端来看，由于在建工程转固公司导致固定资产增加2.18亿元达4.87亿元，公司无形资产7.59亿元，增加3.96亿元主要系承接特许经营权所致。公司投资现金流净额持续增长，2018年投资现金流净额增加3.32亿元，同比增加43.5%。公司2017、2018年无形资产+固定资产增长额占投资活动现金流净流出比例保持在0.56，相较2014-2016年占比有所提升。

图12: 18年固定、无形资产分别增加2.2、4.0亿元



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

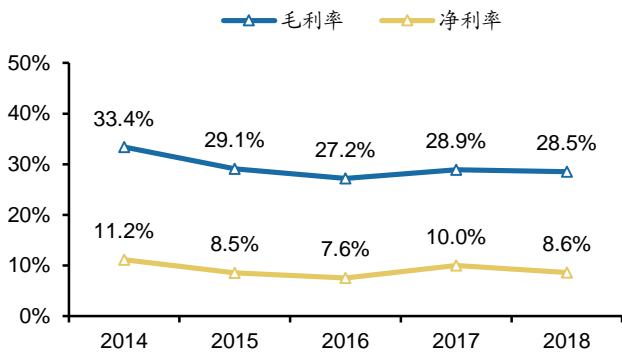
图13: 18年投资现金流净流出同比增加3.32亿元



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

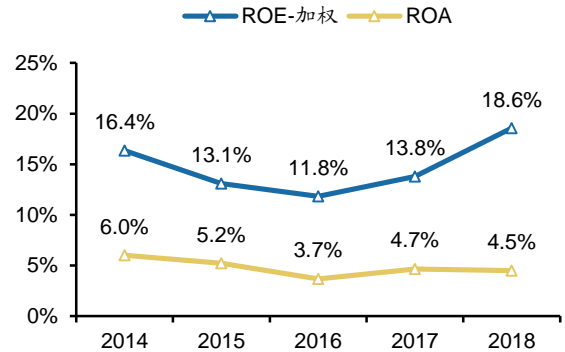
公司近年来整体毛利率保持稳定, 2018年毛利率为28.5%, 净利润8.6%同比下降1.4个百分点, 主要系公司负债增加及宏观融资环境紧张导致的财务费用增加。公司ROA保持稳定, 2018年为4.5% (前值4.7%), ROE提升至18.6% (前值13.8%), 主要系资产负债率大幅提升所致。

图14: 2018年公司净利率下滑1.4个百分点(%)



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

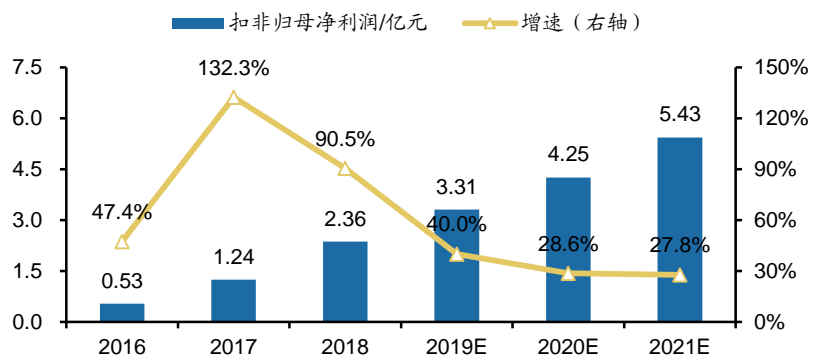
图15: 2018年ROE提升至18.6%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

2019年3月公司发布股权激励方案, 授予300名对象1500万份期权, 按股权激励业绩目标计算2019-2021年利润目标复合增速达32%, 彰显公司对未来发展的强大信心。

图16: 2019-2021年股权激励业绩目标复合增速32%



数据来源: 公司股权激励方案, 广发证券发展研究中心

业绩对融资改善的弹性较大，给予“买入”评级

我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.93、1.21、1.60元/股，最新收盘价对应PE分别为11.1、8.6、6.5倍。公司在手订单充裕，农村污染治理、土壤修复等业务扩张空间依然广阔，我们预期未来3年复合增速30%以上，同时公司业绩对融资改善的弹性较大。参考可比公司，给予2019年15倍PE，对应合理价值为13.95元/股，维持“买入”评级。

表 1: 博世科同业对比 (收盘价对应 2019/5/6)

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	EPS 元/股			PE 倍		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300422.SZ	博世科	37	10.35	CNY	0.66	0.93	1.21	15.0	11.1	8.6
300070.SZ	碧水源	268	8.50	CNY	0.40	0.55	0.64	19.7	15.5	13.3
300388.SZ	国祯环保	54	9.86	CNY	0.51	0.73	0.96	17.3	13.5	10.3
603588.SH	高能环境	67	10.16	CNY	0.49	0.67	0.87	16.0	15.1	11.7

数据来源：同业对比公司盈利预测来自Wind一致预测，广发证券发展研究中心

风险提示

民营企业融资环境改善不及预期；订单、项目落地速度低于预期；应收账款回款进度不及预期。

附录：在手订单统计

表 2：2018 年以来博世科中标运营类项目情况梳理

公告日期	项目名称	特许经营权到期年限	中标金额 (亿元)
2019/4/16	湖北鑫山环保科技发展有限公司污水处理特许经营权	14	0.46
2019/3/20	新疆南疆地区油田历史遗留污染地块治理项目	5	2.35
2018/9/26	贺州市城区主次干道清扫保洁、垃圾清运、中转站及公厕管护、垃圾填埋场运营等作业市场化服务采购	10	5.80
2018/9/11	阜阳市颍东区乡镇污水处理工程 PPP 项目	30 (含建设期 1 年)	3.25
2018/6/9	北部湾资源再生环保服务中心项目		3
2018/4/1	京山县城东污水处理厂 PPP 项目和全域污水处理 PPP 项目合同	30	0.75
2018/1/31	石首市乡镇生活污水处理 PPP 项目 (二次)	30 年 (含建设期 2 年)	2.83
2018/1/9	澄江县农村生活污水处理及人居环境提升工程政府和社会资本合作 (PPP) 项目	25 年 (含建设期 2 年)	22.10
2018/1/6	宣恩县乡镇污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	30 年 (含建设期 1 年)	3.97

数据来源：公司中标公告，广发证券发展研究中心

表 3：2018 年以来博世科中标工程类项目情况梳理

公告日期	项目名称	工期	中标金额 (亿元)
2019/2/20	钦州市黑臭水体整治工程二期 (污水处理、水生态修复) 勘察-设计-采购-施工总承包 (EPC)	270 天	0.46
2019/1/10	宁乡市污水处理厂扩容提质建设项目设计—采购—施工 (EPC) 总承包	200 天	2.35
2018/10/17	藤县工业集中区污水集中处理设施项目和藤县 14 个镇级污水处理厂工程项目总承包 (EPC+O&M) (一期)	2019 年 10 月前竣工	5.80
2018/10/17	藤县工业集中区污水集中处理设施项目和藤县 14 个镇级污水处理厂工程项目总承包 (EPC+O&M) (二期)	180 天 (尚未开工)	3.25
2018/10/11	钦州市主城区内河综合整治项目—黑臭水体整治工程一期工程 (水生态修复) 勘察-设计-采购-施工 (EPC) 总承包	460 天	3
2018/10/10	安顺市西秀区旧州镇、七眼桥镇农村生活污水治理项目工程总承包 (EPC)	365 天	0.75
2018/9/25	广西中泰 (崇左) 产业园新寨污水处理厂及配套管网工程 (EPC) 总承包		2.83
2018/4/17	广西博世科苍梧环保设备生产项目		22.10

数据来源：公司中标公告，广发证券发展研究中心

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	1,715	2,901	3,287	4,286	5,264	经营活动现金流	6	-40	670	816	1,447
货币资金	458	732	900	1,100	1,300	净利润	145	232	326	424	561
应收及预付	1,017	1,798	1,972	2,665	3,301	折旧摊销	29	47	95	172	270
存货	121	149	175	235	317	营运资金变动	-239	-487	28	-105	200
其他流动资产	120	222	241	286	345	其它	71	169	220	325	416
非流动资产	2,206	3,624	5,259	7,537	10,067	投资活动现金流	-920	-1,096	-1,727	-2,447	-2,797
长期股权投资	168	322	322	322	322	资本支出	-695	-910	-1,727	-2,447	-2,797
固定资产	268	487	770	1,152	1,655	投资变动	-225	-182	0	0	0
在建工程	1,209	1,774	2,374	3,074	3,874	其他	0	-4	0	0	0
无形资产	363	759	1,511	2,707	3,935	筹资活动现金流	777	1,294	1,225	1,831	1,550
其他长期资产	198	282	282	282	282	银行借款	653	1,442	1,468	2,030	1,856
资产总计	3,921	6,526	8,547	11,823	15,331	股权融资	113	58	0	0	0
流动负债	1,846	2,965	4,074	5,810	6,939	其他	11	-206	-243	-200	-306
短期借款	490	832	1,600	2,531	2,586	现金净增加额	-137	158	168	200	200
应付及预收	895	1,588	1,803	2,428	3,278	期初现金余额	462	325	732	900	1,100
其他流动负债	461	545	671	851	1,075	期末现金余额	325	484	900	1,100	1,300
非流动负债	781	1,841	2,556	3,673	5,490						
长期借款	561	1,129	1,829	2,929	4,729						
应付债券	0	304	304	304	304						
其他非流动负债	221	408	423	440	457						
负债合计	2,627	4,806	6,630	9,483	12,429						
股本	356	356	356	356	356						
资本公积	464	466	466	466	466						
留存收益	361	581	912	1,342	1,912						
归属母公司股东权益	1,161	1,531	1,733	2,164	2,734						
少数股东权益	133	188	183	177	168						
负债和股东权益	3,921	6,526	8,547	11,823	15,331						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	1,469	2,724	3,870	5,233	7,047	成长能力(%)					
营业成本	1,044	1,947	2,770	3,729	5,036	营业收入增长	77.2	85.5	42.1	35.2	34.7
营业税金及附加	13	26	38	52	68	营业利润增长	183.1	66.4	34.1	30.4	32.5
销售费用	40	54	89	123	159	归母净利润增长	134.1	60.4	40.7	30.1	32.3
管理费用	91	138	271	366	493	获利能力					
研发费用	45.41	90.76	135.45	193.61	281.90	毛利率	28.9	28.5	28.4	28.7	28.5
财务费用	28.25	102.43	148.70	236.58	336.81	净利率	9.9	8.5	8.4	8.1	8.0
资产减值损失	50.97	100.09	59.38	61.05	46.40	ROE	12.6	15.4	19.1	19.9	20.8
公允价值变动收益	0.00	-0.38	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.8	11.6	9.8	9.1	9.1
投资净收益	0.61	-2.54	0.00	0.00	0.00	偿债能力(%)					
营业利润	166.59	277.20	371.73	484.60	642.04	资产负债率	67.0	73.7	77.6	80.2	81.1
营业外收支	3.11	-11.05	3.00	3.00	3.00	净负债比率	30.9	38.8	47.2	51.7	52.3
利润总额	170	266	375	488	645	流动比率	0.93	0.98	0.81	0.74	0.76
所得税	25	35	49	63	84	速动比率	0.83	0.90	0.74	0.67	0.68
净利润	145	232	326	424	561	营运能力					
少数股东损益	-2	-4	-5	-6	-8	总资产周转率	0.47	0.52	0.51	0.51	0.52
归属母公司净利润	147	235	331	431	570	应收账款周转率	1.87	2.04	2.09	2.09	2.28
EBITDA	264.24	515.24	661.73	940.14	1280.13	存货周转率	12.03	14.42	15.87	15.87	15.87
EPS (元)	0.41	0.66	0.93	1.21	1.60	每股指标 (元)					
						每股收益	0.41	0.66	0.93	1.21	1.60
						每股经营现金流	0.02	-0.11	1.88	2.29	4.07
						每股净资产	3.26	4.30	4.87	6.08	7.68
						估值比率					
						P/E	41.43	14.99	11.13	8.55	6.47
						P/B	5.24	2.30	2.12	1.70	1.35
						EV/EBITDA	25.85	10.33	10.30	9.25	8.13

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，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
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。