

【广发医药&海外】锦欣生殖（01951.HK）

利润率提升，业绩符合预期

核心观点：

*如非特殊说明，本报告货币为人民币

- **归母净利润增长 145.9%，业绩符合预期。**2019 年公司实现收入 16.49 亿元，同比增长 78.8%；毛利润 8.17 亿元，同比增长 97.7%；净利润 4.21 亿元，同比增长 98.3%，调整后净利润 5.30 亿元，同比增长 100.7%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 145.9%，调整后归母净利润 5.19 亿元，同比增长 137.5%；每股盈利 0.19 元/股，末期派息每股 6.8 港仙。公司 2019 年业绩和经营情况符合预期。
- **维持各地区市场领先地位，全球化布局再下一城。**2019 年锦欣旗下医院共完成 27854 个周期数，在中国四川、中国深圳和美国西部均保持第一的周期市场份额。内生来看，成都地区收入 7.3 亿元，同比增长 16.5%，深圳地区收入 3.4 亿元，同比增长 14.7%（IVF 业务同比增长 18.4%），美国收入 5.8 亿元，同比增长 3.5%。三地的成功率均领先平均水平，且呈现提升趋势。公司将在老挝建立可进行 3000 以上周期的 IVF 中心，进一步扩大全球业务，满足不同层次中国患者的多样化需求。
- **利润率提升显著，未来仍有提升空间。**2019 年公司毛利润 8.17 亿元，同比增长 97.7%，毛利率 49.5%，提高 4.7pct；合并净利润 4.21 亿元，同比增长 98.3%，合并净利率 25.5%，提高 2.5pct。未来随着 VIP 服务占比的提高和稳步的提价策略，公司的盈利水平有望持续提升。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2020-2021 年收入 17.93/20.35 亿元，同比增长 8.7%/13.5%，归母净利润 4.89/5.82 亿元，同比增长 19.4%/19.0%。考虑 COVID-19 于全球的影响，调整公司 2020 年收入增长预期从 18.0%到 8.7%，随着疫情的平息业绩具备上修空间。采用 DCF 估值方法得到合理价值为 12.68 港元/股。考虑公司竞争优势显著，市场份额领先，有望成长为品牌龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外延拓展和并购整合不及预期；内生增长低于预期。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	663	922	1,648	1,793	2,035
增长率(%)	91.3%	39.1%	78.8%	8.7%	13.5%
EBITDA(百万元)	254	290	572	699	813
归母净利润(百万元)	99	167	410	489	582
增长率(%)	12.8%	68.7%	145.9%	19.4%	19.0%
EPS（元/股）	-	-	0.19	0.20	0.24
市盈率（P/E）	-	-	43.40	41.04	34.50
市净率（P/B）	-	-	2.67	2.50	2.33
EV/EBITDA	-	-	34.42	27.51	22.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

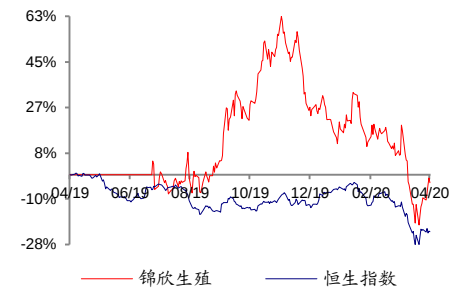
*本表货币为人民币

公司评级

买入

当前价格	8.99 港元
合理价值	12.68 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-04-05

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

相关研究：

【广发医药&海外】锦欣生殖 2020-01-17
(01951.HK):优质赛道龙头，
塑造卓越品牌

目录索引

一、归母净利润增长 145.9%，业绩符合预期	4
（一）拓展老挝业务，全球化布局再下一城	5
二、财务分析：利润率显著提高	5
三、收入拆分和盈利预测	6
四、估值和投资建议	8
五、风险提示	9

图表索引

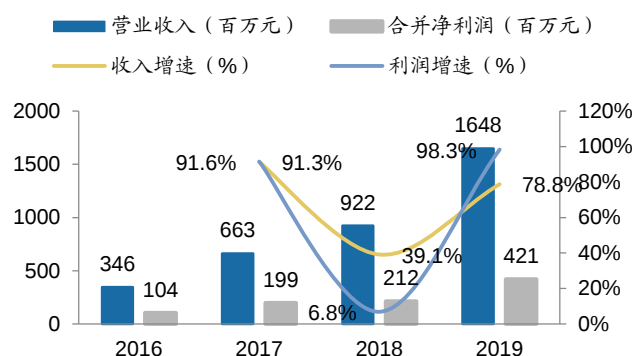
图 1: 锦欣生殖收入和利润增长 (百万元)	4
图 2: 锦欣生殖各业务增长 (百万元)	4
图 3: 锦欣生殖收入结构变化	4
图 4: 锦欣生殖收入拆分 (2019 年)	4
图 5: 锦欣生殖毛利润情况 (百万元)	5
图 6: 锦欣生殖合并净利润情况 (百万元)	5
图 7: 锦欣生殖利润率情况	6
图 8: 锦欣生殖费用率情况	6
表 1: 锦欣生殖收入拆分 (百万元)	6
表 2: 锦欣生殖盈利预测核心假设 (百万元)	7
表 3: 锦欣生殖现金流假设 (百万元)	8
表 4: 锦欣生殖的 DCF 估值	8

一、归母净利润增长 145.9%，业绩符合预期

2019年公司实现收入16.48亿元，同比增长78.8%；毛利润8.17亿元，同比增长97.7%；EBITDA5.83亿元，同比增长84.4%，调整后EBITDA6.76亿元，同比增长91.2%；净利润4.21亿元，同比增长98.3%，调整后净利润5.30亿元，同比增长100.7%；归母净利润4.10亿元，同比增长145.9%，调整后归母净利润5.19亿元，同比增长137.5%；每股盈利0.19元/股。公司2019年业绩和经营情况符合预期。

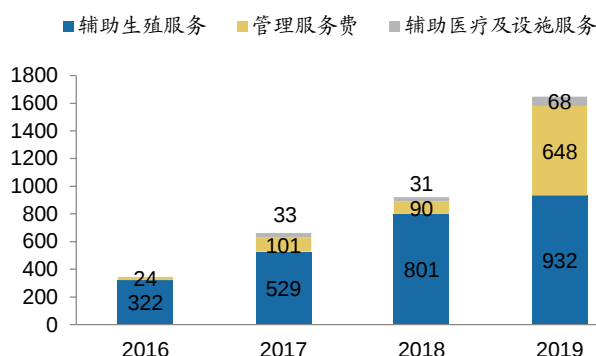
调整后的利润剔除上市开支、购股权计划开支、收购深圳中山医院及美国HRC产生的无形资产摊销及固定资产折旧、西囡医院搬迁的固定资产折旧等费用影响。

图1：锦欣生殖收入和利润增长（百万元）



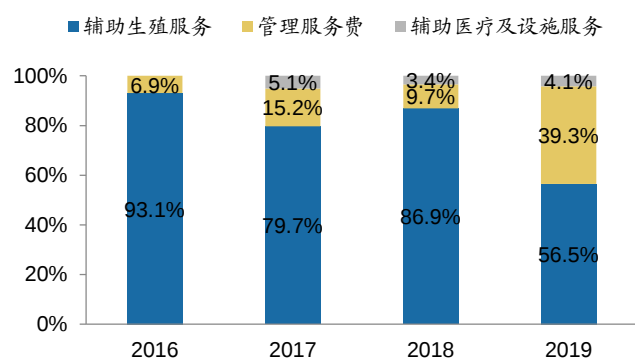
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：锦欣生殖各业务增长（百万元）



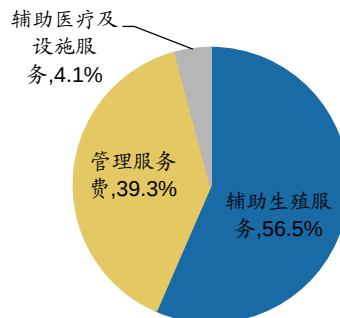
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图3：锦欣生殖收入结构变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4：锦欣生殖收入拆分（2019年）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司于2019年共计进行周期数27854个，集团旗下医院于中国四川省、中国深圳市和美国西部周期数均为排名第一的机构。

2019年，公司中国收入1068.6百万元，同比增长15.9%，美国收入579.9百万元，增长3.5%。**中国分地区来看：**成都地区业务收入732.5百万元，同比增长16.5%，其中辅助生殖服务收入来自西囡医院集团，管理服务收入来自锦江生殖中心和锦欣生育中心。深圳地区实现收入336.1百万元，同比增长14.7%，其中辅助生殖业务贡献收

入303.5百万元，同比增长18.4%，增速高于整体业务增速。

（一）拓展老挝业务，全球化布局再下一城

2020年3月3日，公司公告为进一步拓展老挝业务，全资附属公司从独立第三方瑞亚国际医学中心收购相关经营许可，以在老挝提供辅助生殖服务及经营IVF（体外受精）医学中心。公司计划在老挝的经济特区内设立一间获许可进行IVF的新医学中心，预计其面积约5000平方米，于2020年3季度开业，并预计拥有每年进行超过3000个IVF治疗周期的能力。

服务多样+交通便利，将为公司增长注入新动力。公司于老挝的中心预计将提供多项服务，包括IVT-ET（体外受精及胚胎移植）、ICSI（卵细胞浆内单精子注射）、PGS（植入前基因筛查）/PGD（植入前遗传学诊断）、第三方IVF、各种IVF技术就治疗选择以及卵子及精子冷冻保存。新医学中心毗邻中国，距云南昆明约4小时车程。通过老挝的业务拓展，公司将能够开拓东南亚市场，进一步扩大全球业务及全球影响力，满足不同层次中国患者的多样化需求。

目前国内每个周期的平均价格约4万-5万元，老挝价格预期8万-10万元，美国价格约14-20万。假如老挝中心的3000个周期的产能完全释放，可带来2.4-3亿的收入增量，并提升公司整体的盈利能力。

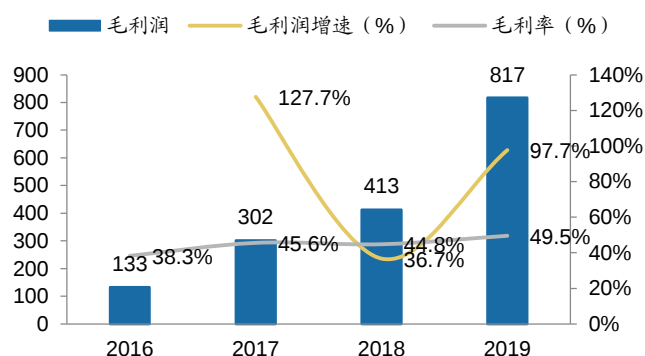
二、财务分析：利润率显著提高

2019年公司实现毛利润8.17亿元，同比增长97.7%，毛利率49.5%，较2018年提高4.7pct。按照经扩大集团的备考数据，2018年集团毛利率约50.7%。

2019年公司实现合并净利润4.21亿元，同比增长98.3%，合并净利率25.5%，较2018年提高2.5pct。按照经扩大集团的备考数据，2018年集团合并净利率约24.6%。调整后合并净利润5.19亿元，同比增长137.7%，调整后合并净利率32.2%，较2018年提高2.6pct。按照经扩大集团的备考数据，2018年调整后合并净利率28.1%。

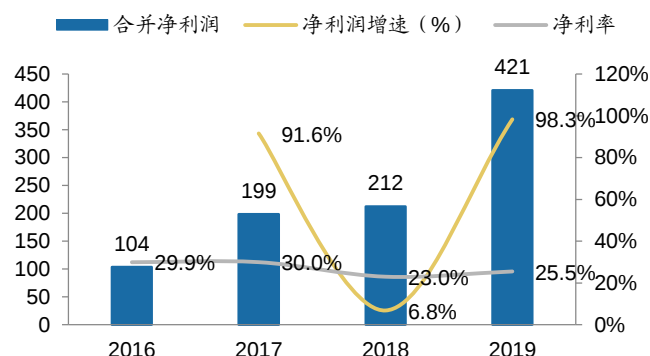
预计未来随着VIP占比的提高和逐步的提价，未来毛利率和净利率仍有提升空间。

图5：锦欣生殖毛利润情况（百万元）



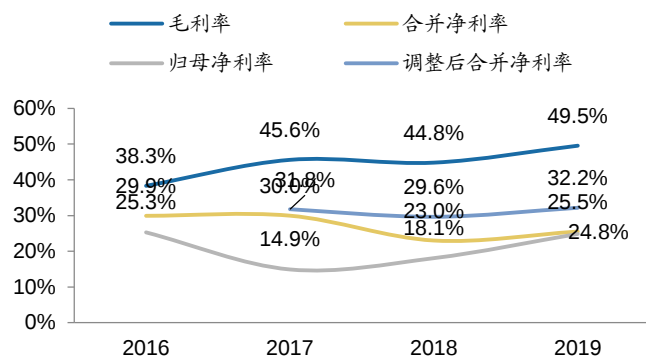
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图6：锦欣生殖合并净利润情况（百万元）



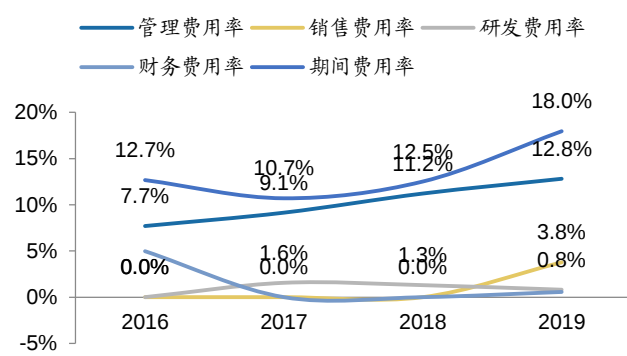
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图7：锦欣生殖利润率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图8：锦欣生殖费用率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、收入拆分和盈利预测

公司预计未来每18个月将价格提升3-5%，同时随着高定价VIP服务占比的提高，预计ASP将持续呈现上升趋势，并进一步提高公司的利润率和盈利能力。受COVID-19影响，我们调整公司于2020年的增长预测，随着全球疫情的逐渐平息，考虑辅助生殖服务的刚性需求，业绩存在上修空间。

表1：锦欣生殖收入拆分（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业收入（百万元）	663	922	1648	1793	2035	2311	
增速（%）	91.3%	39.1%	78.8%	8.7%	13.5%	13.6%	
辅助生殖服务	529	801	932	1045	1198	1379	
	63.9%	51.6%	16.3%	12.1%	14.7%	15.1%	
西囡医院集团	322	539	628	701	801	916	
增速（%）	0.0%	67.2%	16.6%	10.2%	13.2%	13.2%	
深圳中山医院	206	262	303	344	397	463	2017年2月并表
增速（%）			15.8%	13.3%	15.5%	16.6%	
管理服务费（百万元）	101	90	648	668	749	841	
	319.8%	-11.0%	622.6%	3.0%	12.2%	12.2%	
美国 HRC Medical			544	555	623	699	2019年1月并表
增速（%）				2.0%	12.2%	12.2%	COVID-19影响下调2020年增速预测
锦江生殖中心及锦欣生育中心	101	90	104	112	126	142	2018年3月终止锦欣生育中心的合作
增速（%）			0	8.0%	12.3%	12.3%	
辅助医疗及设施服务（百万元）	33	31	68	80	87	91	
深圳中山医院			33	40	45	45	
HRC Management			35	40	42	46	

数据来源：锦欣生殖招股书、公司财报、广发证券发展研究中心

估值模型核心假设：毛利率将随着VIP服务的扩大而提高，随着销售收入规模的稳健增长，费用率与收入增速匹配并呈现略微降低的趋势。

表2：锦欣生殖盈利预测核心假设（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业收入	663	922	1648	1793	2035	2311	
增速（%）	91.3%	39.1%	78.8%	8.7%	13.5%	13.6%	
营业成本	-361	-509	-832	-887	-977	-1109	
毛利	302	413	817	905	1058	1202	
毛利率（%）	45.6%	44.8%	49.5%	51%	52%	52%	
其他收入	12	22	63	50	50	50	关联方利息收入、深圳中山医院研发项目的政府补助、服务收入及其他、赞助酬金
其他收益及亏损	-1	-1	28	20	22	22	2019H1 汇兑收益 17.5 百万元
财务费用	0	0	-9	-6	-6	-6	
上市费用	0	-38	-63	0	0	0	
行政费用	-61	-103	-211	-233	-254	-277	员工成本、折旧及摊销、业务发展开支、维修开支物业相关及其他
行政费用率（%）	9.1%	11.2%	12.8%	13.0%	12.5%	12.0%	增加主要由于员工成本因收购深圳中山医院以及业务量增加而增加；营业许可证摊销因收购深圳中山医院而增加
研发费用	-10	-12	-13	-13	-15	-17	深圳中山医院进行辅助生殖技术项目，特别是生殖免疫学项目的研发团队的员工成本及研发团队所用材料的成本
研发费用率（%）	1.6%	1.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	
销售及分销开支			-62	-72	-81	-92	
销售费用率（%）			3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	
除税前溢利	242	277	548	651	773	881	
所得税	-43	-64	-127	-150	-178	-203	深圳 25%；西南 15%；美国联邦所得税 21%，加州所得税 8.84%
所得税率（%）	17.8%	23.3%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%	
净利润	199	212	421	501	595	678	
净利率（%）	30.0%	23.0%	25.5%	28.0%	29.3%	29.3%	
归母净利润	99	167	410	489	582	663	
增速（%）	12.8%	68.7%	145.9%	19.4%	19.0%	14.0%	
少数股东权益	100	46	11	12	13	15	
调整后净利润	210.6	273.3	530.3	541.1	642.3	734.0	
调整后归母净利润	110.9	371.7	519.2	529	629	719	
EPS（基本）		0.07	0.19	0.20	0.24	0.27	
EPS（调整后）		0.15	0.21	0.22	0.26	0.30	
当前股价对应 PE		120.4	43.40	41.04	34.50	30.26	
PE（调整后）		54.01	38.66	37.95	31.92	27.91	

数据来源：锦欣生殖招股书、公司财报、广发证券发展研究中心

综上，预计公司2020-2021年收入17.93/20.35亿元，增速8.7%/13.5%，归母净利润4.89/5.82亿元，增速19.4%/19.0%，调整后归母净利润5.29/6.29亿元，当前股价对应调整后归母净利润PE 38.0/31.9x。

四、估值和投资建议

采用DCF方法对公司进行估值：假设股权Beta=0.9，WACC=9.29%，永续增长率=3.0%。我们将基础预测年份从2019年调整为2020年，终值年份由2029年调整为2030年，考虑COVID-19于全球进展的不确定性，调整公司2020年的增长预期，得到公司合理价值12.68港元/股。随着全球疫情的逐渐平息，拥有刚性需求的辅助生殖服务增速存在上修空间。考虑辅助生殖于中国渗透率提升空间大，公司的全球化布局可满足不同层次中国患者的多样化需求，ASP的提高将不断提升公司的盈利能力，长期成长可期，维持“买入”评级。

表3：锦欣生殖现金流假设（百万元）

DCF 估值	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	657	779	887	1,064	1,277	1,530	1,805	2,130	2,471	2,817
所得税税率	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
EBIT*(1-所得税税率)	506	600	683	819	983	1,178	1,390	1,640	1,902	2,169
折旧与摊销	42	34	29	35	42	49	58	67	77	86
营运资金的净变动	6	6	-14	-17	-20	-24	-28	-32	-37	-41
资本性投资	-100	-80	-50	-53	-55	-58	-61	-62	-63	-63
FCFF	444	560	648	785	950	1146	1359	1613	1880	2150

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表4：锦欣生殖的DCF估值

假设项目	
WACC	9.29%
永续增长率	3.0%
终值（百万元，2030年）	25,298
企业价值（百万元）	28,604
股票价值（百万元）	28,306
发行股数（百万股）	2423
归属股东的每股净现值（元）	11.63
归属股东的每股净现值（港元）	12.68
汇率（港元/人民币）	0.9172

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

五、风险提示

（1）并购整合不及预期：在并购之后的管理过程中可能因为业务的调整出现收入和利润下滑的情况。

（2）外延拓展不及预期：锦欣于国内重点关注周期数在2000左右的IVF机构进行外延收购，受制于牌照限制和数量限制，符合条件的机构数量有限。考虑并购的估值等问题，国内并购的进度有可能出现晚于预期的情况。

（3）生育率下降超预期：中国步入新生儿数量下降的时期，出生率的下降可能在初期对辅助生殖行业的需求造成负面影响。

（4）COVID-19于全球的发展具备不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	535	1,436	3,426	3,892	4,469	经营活动现金流	48	356	453	535	629
货币资金	449	1,184	580	1,018	1,573	净利润	199	212	421	501	595
应收及预付	67	149	104	134	154	折旧摊销	35	42	49	42	34
存货	19	17	26	24	27	营运资金变动	-208	82	336	-3	6
其他流动资产	0	86	2,716	2,716	2,716	其它	21	20	-353	-6	-6
非流动资产	1,203	5,123	5,515	5,568	5,614	投资活动现金流	-252	-388	-2,706	-96	-80
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-107	20	-869	-101	-80
固定资产	119	138	857	933	997	投资变动	-146	-410	-2,634	5	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	1	2	797	0	0
无形资产	661	3,633	3,656	3,638	3,620	筹资活动现金流	463	767	1,647	-1	6
其他长期资产	423	1,352	1,002	997	997	银行借款	0	0	-900	-7	0
资产总计	1,738	6,558	8,941	9,460	10,083	股权融资	517	1,236	2,697	0	0
流动负债	204	1,377	436	466	494	其他	-53	-469	-149	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	259	736	-606	438	555
应付及预收	164	391	320	365	388	期初现金余额	191	449	1,184	580	1,018
其他流动负债	40	986	116	102	106	期末现金余额	449	1,184	580	1,018	1,573
非流动负债	172	682	863	850	850	主要财务比率					
长期借款	0	0	0	0	0	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	172	682	863	850	850	营业收入增长	91.33%	39.11%	78.80%	8.74%	13.51%
负债合计	376	2,059	1,299	1,316	1,344	营业利润增长	158.47%	11.08%	90.17%	24.05%	20.30%
股本	0	0	2,434	2,434	2,434	归母净利润增长	12.79%	68.65%	145.87%	19.42%	18.96%
资本公积	0	0	0	0	0	获利能力					
留存收益	240	4,363	7,527	8,016	8,598	毛利率	45.59%	44.81%	48.00%	50.00%	49.55%
归属母公司股东权益	928	4,363	7,527	8,016	8,598	净利率	29.96%	23.01%	25.52%	27.97%	29.26%
少数股东权益	434	137	116	128	141	ROE	10.65%	3.82%	5.44%	6.10%	6.77%
负债和股东权益	1,738	6,558	8,941	9,460	10,083	ROIC	21.77%	6.58%	9.47%	11.06%	13.00%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元人民币						资产负债率	21.66%	31.39%	14.53%	13.91%	13.33%
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	净负债比率	-48.44%	-27.14%	-7.70%	-12.70%	-18.30%
营业收入	663	922	1,648	1,793	2,035	流动比率	2.62	1.04	7.85	8.35	9.04
营业成本	-361	-509	-832	-887	-977	速动比率	2.53	1.03	7.79	8.29	8.98
营业税金及附加	0	1	1	2	3	营运能力					
销售费用	0	0	-62	-72	-81	总资产周转率	0.53	0.22	0.21	0.19	0.21
管理费用	-61	-103	-211	-233	-254	应收账款周转率	18.78	12.66	26.44	24.00	25.52
研发费用	-10	-12	-13	-13	-15	存货周转率	22.63	28.49	38.48	36.00	37.73
财务费用	0	0	-9	-6	-6	每股指标 (元)					
资产减值损失	0	1	1	2	3	每股收益	—	—	0.19	0.20	0.24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股经营现金流	—	—	0.19	0.22	0.26
投资净收益	12	22	63	50	50	每股净资产	—	—	3.09	3.29	3.53
营业利润	243	277	520	631	751	估值比率					
营业外收支	-1	-1	28	20	22	P/E	—	—	43.40	41.04	34.50
利润总额	242	277	548	651	773	P/B	—	—	2.67	2.50	2.33
所得税	-43	-64	-127	-150	-178	EV/EBITDA	—	—	34.42	27.51	22.97
净利润	199	212	421	501	595						
少数股东损益	100	46	11	12	13						
归属母公司净利润	99	167	410	489	582						
EBITDA	254	290	572	699	813						
EPS (元)	—	—	0.19	0.20	0.24						

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：联系人，上海交通大学硕士，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 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。