

【广发海外】敏华控股 (01999.HK)

积极应对变化，内销拥抱细分，外销重塑格局

● 业绩趋势性转好，预计盈利增长于 2020 财年积蓄，2021 财年释放

公司披露 2019 财年年报，报告期内公司实现主营业务收入 112.58 亿港元 (YoY+12.28%)，归母净利润 13.64 亿港元 (YoY-11.21%)。其中，单 FY2019H2 公司实现主营业务收入 57.70 亿港元 (YoY+6.86%)，归母净利润 6.98 亿港元 (YoY-5.97%)。根据公司历年年报的数据，铁架、真皮成本占收入比重在 10% 以上，化学品成本占收入比重 5% 左右。2020 财年预计成本压力改善，即使考虑到关税制约，预计公司 2020 财年仍有望业绩恢复正增长。

● 内销拥抱细分市场&新流量，外销借助越南基地重塑出口新格局

报告期内，公司推出小而美的欧式沙发产品，面向小户型、年轻化消费群体。芝华士拥抱“流量经济”，2018 年 8 月 15 日，芝华士头等舱沙发与分众传媒、天猫建立重大合作，推动品牌新零售全面升级。公司积极投放分众传媒广告，触达产品受众。天猫赋能公司品牌，大数据沉淀反哺品牌 C2M 升级。外销方面，美国功能沙发需求依然大量依赖于我国产能供给，中短期难以找到其他可替代的大规模生产地。敏华控股纵向一体化成本优势领先，在越南建设产能抵御冲击，在贸易格局变化中与中小厂商拉开差距，通过抢占其他中小厂商份额，有望在出口中取得更高份额。

● 盈利预测与投资建议

长期看好公司产品的全球竞争力，预计公司 2020~2022 财年的归母净利润为 13.98、16.57、20.18 亿港元，6 月 10 日最新收盘价对应 PE 9.0、7.6、6.2 倍。公司 2020 财年受贸易格局变化冲击业绩承受压力，预计 2021 财年公司的美市场产能全部转移至美国后，业绩恢复快速增长，估值压制因素逐步消除，PE 倍数逐步向历史估值方向修复。参考公司历史估值水平，给予公司 2020 年 PE 12 倍合理估值，对应合理价值 4.39 港元/股，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

汇率大幅波动和原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险；新业务拓展不及预期；贸易争端演化具有不确定性的风险。

盈利预测：

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 10,124 | 11,444 | 12,966 | 14,684 | 16,718 |
| 增长率(%) | 29.11% | 13.04% | 13.30% | 13.25% | 13.85% |
| 总股本(百万股) | 3,823 | 3,823 | 3,823 | 3,823 | 3,823 |
| 归母净利润(百万港元) | 1,536 | 1,364 | 1,398 | 1,657 | 2,018 |
| 增长率(%) | -12.35% | -11.21% | 2.54% | 18.52% | 21.79% |
| EPS(港元/股) | 0.40 | 0.36 | 0.37 | 0.43 | 0.53 |
| 市盈率 (P/E) | 8.16 | 9.20 | 8.97 | 7.57 | 6.21 |
| 市净率 (P/B) | 1.95 | 1.87 | 1.54 | 1.27 | 1.05 |

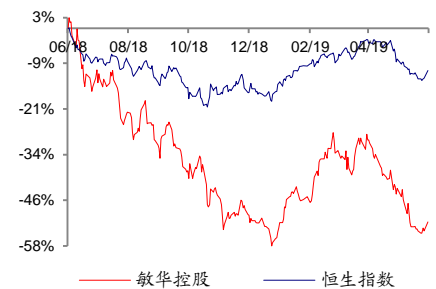
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：表中年份为公司会计财年

识别风险，发现价值

公司评级

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 3.28 港元 |
| 合理价值 | 4.39 港元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-06-11 |

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

| | |
|---|------------|
| 【广发海外】敏华控股 (01999.HK)：贸易争端重塑格局，原材料降价贡献弹性 | 2019-03-21 |
| 【广发轻工&海外】敏华控股 (1999.HK)：内销靓丽、外销回升，毛利率短期承压 | 2018-11-16 |
| 【广发轻工&海外】敏华控股 (1999.HK)：纵向整合+心智品牌，功能沙发龙头的决胜之道 | 2018-08-16 |

联系人：

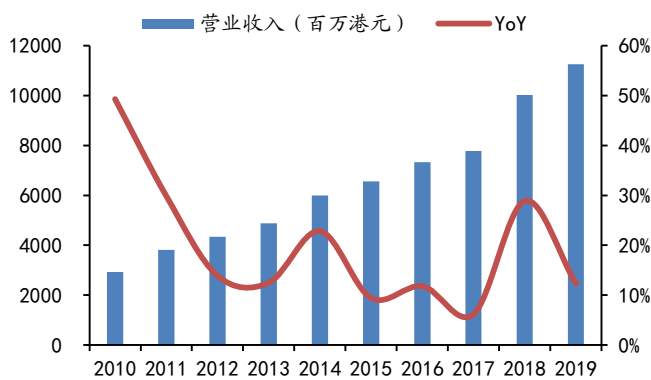
徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

一、业绩趋势转好预示拐点，预计盈利增长于 2020 财年积蓄，2021 财年释放

公司披露 2019 财年年报，报告期内公司实现主营业务收入 112.58 亿港元 (YoY+12.28%)，归母净利润 13.64 亿港元 (YoY-11.21%)。其中，单 FY2019H2 公司实现主营业务收入 57.70 亿港元 (YoY+6.86%)，归母净利润 6.98 亿港元 (YoY-5.97%)。相较于公司 FY2019H1 归母净利润同比增长-16.11%，下半财年公司业绩负增长明显收窄。

图1：公司营业收入与增速



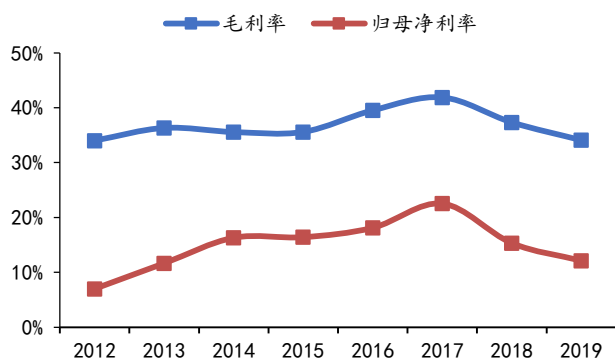
数据来源：公司各年年报、广发证券发展研究中心

图2：公司归母净利润与增速



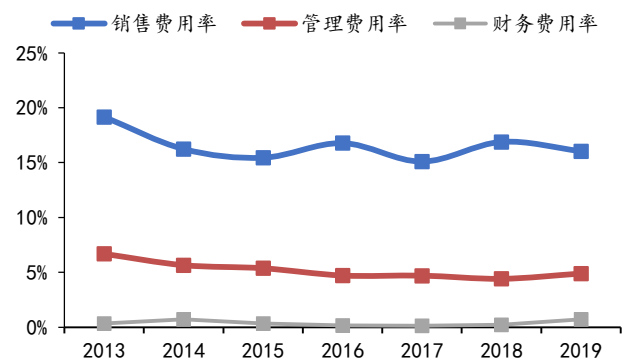
数据来源：公司各年年报、广发证券发展研究中心

图3：公司毛利率、归母净利率



数据来源：公司各年年报、广发证券发展研究中心

图4：公司期间费用率



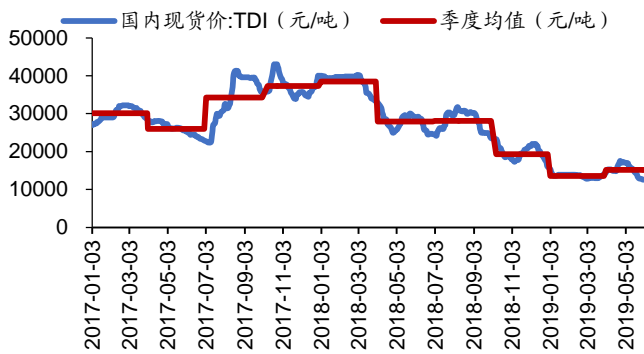
数据来源：公司各年年报、广发证券发展研究中心

2019财年多因素致使公司整体毛利率下滑：原材料、价格竞争、渠道直营转经销转变。2019财年公司整体毛利率34.08%，同比下滑3.25pct。分产品来看，沙发及配套品毛利率37.2%（同比-2.9pct），其他产品毛利率23.4%（同比-3.6pct），Home Group业务毛利率24.9%（YoY+0.3pct）。1）从公司历年年报披露的数据看，

公司原材料成本约占收入的50%，因此当原材料价格整体上涨5%，大约影响公司2.5pct毛利率。2019上半财年钢材、化学品等主要原材料有所上涨；2）国内竞争加剧，公司积极进行打折促销、推出低端产品等，推测一定程度上拉低了产品毛利率；3）公司2019财年推动旗下自营门店转为经销门店，会计核算构成的差异也造成毛利率的下滑。

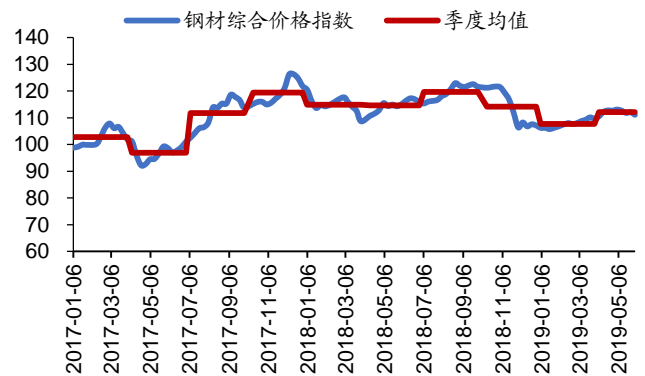
原材料价格持续走弱，预期贡献利润弹性。从公司历年年报披露的数据看，公司原材料成本约占收入的50%，其中，铁架、真皮占收入比重在10%以上，化学品占收入比重5%左右。根据Wind数据，截止5月末，国内TDI现货价格为12600元/吨，相比去年2018Q2、Q3（即公司2019上半财年）的价格下滑40%以上，预计公司2020上半财年TDI成本同比大幅改善；截止5月末，国内钢材综合价格指数110左右，而2018Q2、Q3（即公司2019上半财年）的价格指数在115-120之间，预计公司2020财年上半年铁架成本上同比也有小幅改善。

图5：国内TDI现货价格



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：钢材综合价格指数(单位：1994年4月为基数100)



数据来源：Wind、中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

表 1：公司 2019 财年平均单位成本变动（同比）

| 主要原材料 | FY2018 | FY2019 |
|-------|--------|--------|
| 真皮 | -1.30% | -1.20% |
| 铁架 | 28.90% | 3.50% |
| 木夹板 | 3.20% | 2.00% |
| 印花布 | -1.70% | -3.90% |
| 化学品 | 27.30% | 6.10% |
| 包装材料 | 34.80% | -0.60% |

数据来源：公司 2018 年报、2019 年报、广发证券发展研究中心

二、内销拥抱细分市场&新流量，外销借助越南基地重塑出口新格局

(1) 拥抱细分市场&新流量

报告期内，公司推出小而美的欧式沙发产品，面向小户型、年轻化消费群体。铁架作为功能沙发的核心技术，直接影响功能沙发整体的形态、尺寸，公司通过技术研发，在改小功能沙发尺寸的同时，维持产品的承重能力、安静特性、低返修率等。同时，丰富鲜亮的色彩造就时尚化的外观，旨在博得年轻人喜爱。

图7：年轻化的产品设计

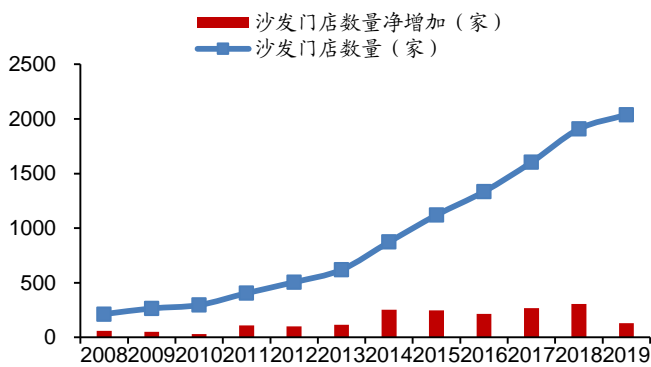


数据来源：芝华士天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

芝华士拥抱“流量经济”，携手分众传媒、天猫发力新零售。2018年8月15日，芝华士头等舱沙发与分众传媒、天猫建立重大合作，推动品牌新零售全面升级。1) 投放分众传媒广告，触达产品受众。根据腾讯家居新闻报道，在战略合作发布会现场，分众传媒董事长江南春表示，分众电梯传媒所覆盖的2亿城市主流人群，是影响中国消费市场的风向标人群。分众传媒作为重要线下流量入口，将助力芝华士头等舱沙发直击主流人群，强化提升营销精准度和品牌知名度。2) 天猫赋能品牌，大数据沉淀反哺品牌C2M升级。芝华士有望通过接入天猫“云店”系统和品牌数据银行工具，从而实现生产、销售、运输、服务的全面打通，为消费者提供更加舒适的消费体验。

传统线下渠道方面，门店数量稳步推进，向三四线城市下沉。截止2019上半财年，公司中国市场共计拥有2516家门店数，相比2018年末店面数量净增加117间。从公司历史情况来看，公司沙发门店自2014财年开始每年保持200家门店净增加，床具门店自从品牌2017财年更名后，也取得了良好的开店增长。

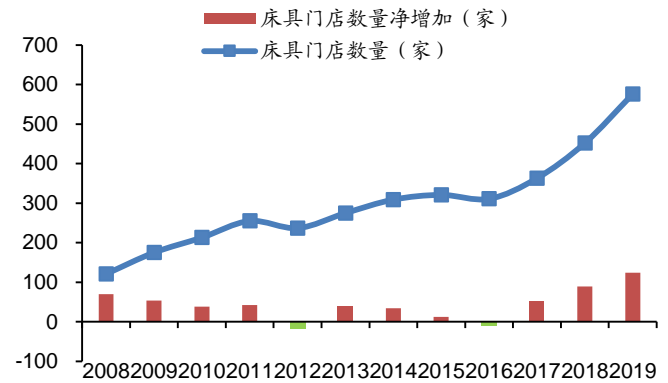
图8: 公司沙发门店数量



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

注: 图中年份为公司会计财年

图9: 公司床具门店数量



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

注: 图中年份为公司会计财年

直营转经销调整推进, 销售渠道重振活力。2019财年公司完成公司渠道直营转经销, 门店切换对于终端接单造成一定的短期影响。渠道调整完成后, 2020财年公司将有更多资金专注于自身制造业务以及产品推广, 同时也能够调动终端积极性, 以及利用经销商当地社会资源。

(2) 重塑对美出口格局, 北美市场增长加快

中小企业难承压, 公司在对美出口中的市占率有望提升, 2019财年北美市场收入同比增长15.5%, 远超同期水平。国内广东、浙江等省份集聚了大量外向型家居制造公司, 该类企业大多规模有限且议价能力较弱, 合规成本增长叠加贸易战关税, 盈利能力受到冲击较大。而敏华控股, 凭借成本管控能力、纵向一体化、议价能力, 盈利能力与中小企业拉开差距。行业内部分企业后续面临无利可图的行业境地, 或将陆续被迫关闭产能, 敏华控股在出口中的市场率有望不断提升。

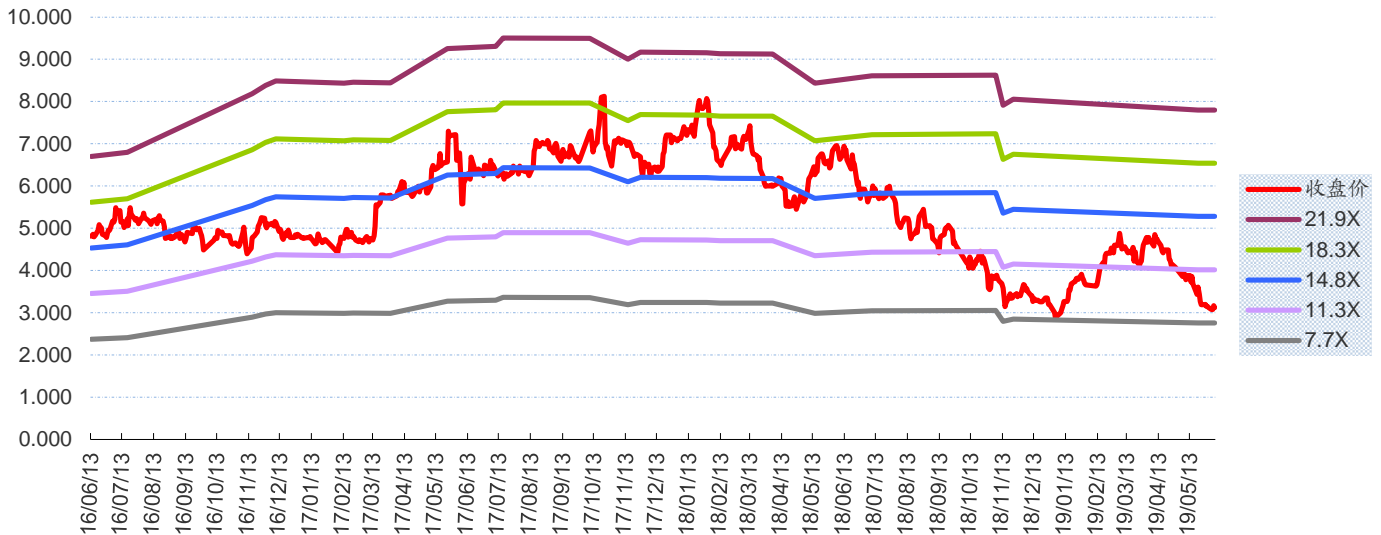
公司越南产能逐步落地, 产能转移缓解贸易战对盈利能力冲击, 同时也加深客户信任。根据公司2018年6月12日《自愿性公布于越南收购功能沙发业务》, 公司收购的越南沙发业务, 包括约13万平方米的工厂及一块约30万平米的租赁土地。公司接受越南工厂后, 持续推进产能扩张建设, 逐步转移惠州工厂产能。我们预计, 到2020财年末, 公司能够转移大部分美国市场需求至越南工厂, 转换功能沙发的原产地从而规避贸易战限制。

四、盈利预测与投资建议

海外市场, 贸易争端改善出口格局, 公司在出口中的占有率有望提升; 国内市场, 门店网点下沉三四五线城市, 打开内销稳健增长空间; 原材料价格走低助力公司盈利能力回升。长期看好公司在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应, 预计公司

2020~2022财年的归母净利润为13.98、16.57、20.18亿港元，6月10日最新收盘价对应PE 9.0、7.6、6.2倍。公司2020财年受贸易格局变化冲击业绩承受压力，预计2021财年公司对美市场产能全部转移至美国后，业绩恢复快速增长，估值压制因素逐步消除，PE倍数逐步向历史估值方向修复，给予公司2020年PE 12倍合理估值，对应合理价值4.39港元/股，维持公司“买入”评级。

图10: 公司PE Band (TTM) (单位: 港元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表2: 内销沙发收入拆分

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| 沙发-中国市场收入(百万港元) | 1733 | 2098 | 2874 | 3890 | 4010 |
| YoY | 14% | 21% | 37% | 35% | 3% |
| 沙发门店数量(家) | 1120 | 1334 | 1603 | 1908 | 2038 |
| 新增门店 | 247 | 214 | 269 | 305 | 130 |
| 单店收入(万港元) | 174 | 171 | 196 | 222 | 203 |
| YoY | | -2% | 14% | 13% | -8% |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 年份为公司会计财年

表3: 床具收入拆分

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| 床具产品收入(百万港元) | 204 | 168 | 251 | 475 | 531 |
| YoY | -6% | -17% | 49% | 89% | 12% |
| 沙发门店数量(家) | 321 | 311 | 363 | 452 | 576 |
| YoY | 4% | -3% | 17% | 25% | 27% |
| 单店收入(万港元) | 64 | 54 | 69 | 105 | 92 |
| YoY | -10% | -15% | 28% | 52% | -12% |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 年份为公司会计财年

风险提示：汇率大幅波动和原材料价格大幅波动影响公司利润率的风险；新业务拓展不及预期；贸易争端演化具有不确定性的风险。

| 至3月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1407 | 1438 | 1792 | 1933 | 2042 |
| 应收帐款 | 1361 | 1877 | 2113 | 2391 | 2721 |
| 库存 | 1451 | 1847 | 2048 | 2314 | 2628 |
| 其他流动资产 | 338 | 413 | 433 | 453 | 473 |
| 流动资产总计 | 4557 | 5575 | 6385 | 7092 | 7864 |
| 固定资产 | 3136 | 3799 | 4691 | 5520 | 5617 |
| 无形资产 | 639 | 748 | 748 | 748 | 748 |
| 其他长期资产 | 1139 | 3024 | 3024 | 3024 | 3024 |
| 长期资产总计 | 4914 | 7570 | 8463 | 9292 | 9388 |
| 总资产 | 9471 | 13146 | 14848 | 16384 | 17252 |
| 应付帐款 | 754 | 663 | 736 | 831 | 944 |
| 短期债务 | 1317 | 2893 | 2938 | 2509 | 994 |
| 其他流动负债 | 871 | 1082 | 1226 | 1388 | 1580 |
| 流动负债总计 | 2942 | 4638 | 4899 | 4729 | 3518 |
| 长期借款 | 24 | 1660 | 1660 | 1660 | 1660 |
| 其他长期负债 | 60 | 132 | 132 | 132 | 132 |
| 长期负债总计 | 84 | 1792 | 1792 | 1792 | 1792 |
| 股本 | 1532 | 1529 | 1529 | 1529 | 1529 |
| 储备 | 4338 | 4694 | 6092 | 7750 | 9768 |
| 股东权益 | 5963 | 6223 | 7622 | 9279 | 11297 |
| 少数股东权益 | 481 | 493 | 535 | 584 | 645 |
| 总负债及权益 | 9471 | 13146 | 14848 | 16384 | 17252 |

| 至3月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 1536 | 1364 | 1440 | 1707 | 2079 |
| 折旧与摊销 | 200 | 257 | 308 | 370 | 404 |
| 运营资本变动 | (303) | (646) | (221) | (287) | (339) |
| 其他经营现金流 | 28 | 155 | 204 | 191 | 123 |
| 经营活动产生的现金流 | 1462 | 1129 | 1732 | 1981 | 2267 |
| 资本性投资 | 1043 | 2776 | 1200 | 1200 | 500 |
| 长短期投资款项 | (70) | (24) | 20 | 20 | 20 |
| 其他投资现金流 | (129) | (686) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (1101) | (3438) | (1220) | (1220) | (520) |
| 净增权益 | (67) | (26) | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 253 | 3213 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 1029 | 689 | 204 | 191 | 123 |
| 其他融资现金流 | 708 | (2550) | 204 | 191 | 123 |
| 融资活动产生的现金流 | (825) | 2510 | (159) | (620) | (1638) |
| 汇率变动对现金影响 | 64 | (170) | 0 | 0 | 0 |
| 现金变动 | (401) | 31 | 353 | 142 | 109 |
| 期初现金 | 1808 | 1407 | 1438 | 1792 | 1933 |

| 至3月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 销售收入 | 10124 | 11444 | 12966 | 14684 | 16718 |
| 销售成本 | 6284 | 7421 | 8227 | 9296 | 10560 |
| 经营费用 | 2136 | 2459 | 2821 | 3166 | 3557 |
| 经营利润(息税前利) | 1704 | 1564 | 1918 | 2221 | 2602 |
| 净利息收入/(费用) | 8 | (26) | (158) | (136) | (62) |
| 其他收益/(损失) | 210 | 178 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 1923 | 1716 | 1760 | 2085 | 2540 |
| 所得税 | 369 | 311 | 319 | 378 | 461 |
| 少数股东权益 | 18 | 41 | 42 | 50 | 60 |
| 净利润 | 1554 | 1405 | 1440 | 1707 | 2079 |
| 归母净利润 | 1536 | 1364 | 1398 | 1657 | 2018 |
| 每股收益(港元) | 0.40 | 0.36 | 0.37 | 0.43 | 0.53 |

| 至3月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 29.1% | 13.0% | 13.3% | 13.3% | 13.9% |
| 归母净利润增长 | -12.4% | -11.2% | 2.5% | 18.5% | 21.8% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 41.9% | 37.3% | 34.1% | 35.6% | 35.9% |
| 净利率 | 15.2% | 11.9% | 10.8% | 11.3% | 12.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 32.0% | 48.9% | 45.1% | 39.8% | 30.8% |
| 流动比率 | 1.5 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 2.2 |
| 速动比率 | 1.1 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.5 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转率 | 5.7 | 4.5 | 4.2 | 4.3 | 4.3 |
| 应收账款周转率 | 9.0 | 7.1 | 6.5 | 6.5 | 6.5 |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，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 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。