

福斯特 (603806.SH)

业绩略超预期，龙头地位增强

核心观点:

- **2019 年业绩超预期，龙头地位增强。**福斯特年报显示，公司 2019 年营业收入 63.78 亿元，同比增长 32.61%，实现归属上市公司股东的净利润 9.57 亿元，同比增长 27.39%，实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 88.20%，收入和利润增长主要因为本期光伏胶膜产品销售盈利增加及转回前期计提的应收票据信用减值损失。公司 2019 年实现经营活动中净现金流 4.35 亿元，同比增长 156.49%，现金流大幅改善。
- **出货增长和结构优化推动 EVA 胶膜业绩快速增长。**2019 年公司光伏胶膜实现收入 56.95 亿元，同比增长 37.14%，共计销售光伏胶膜 7.49 亿平，同比增长 28.88%，收入增长快于销量增长主要是因为高效双面组件的大范围推行，白色 EVA 胶膜和 POE 胶膜在销售中的占比不断提升，我们预计 2019 年上述两种胶膜产品的占比超过 30%。公司背板产品销售规模 4968 万平米，销售收入 5.27 亿元，同比增长 15.57% 和 3.04%，收入增长低于销量增长主要原因是产品价格的下降。
- **电子材料领域快速突破，成为未来新的增长点。**2019 年公司电子材料领域实现快速突破，全年实现感光干膜销售 1423.55 万平，同比增长 83.79%，实现销售收入 5721.95 万元，同比增长 94.88%，其中高端 LDI 干膜销售占比提升。公司年报显示，报告期内，公司加强产品销售力度，重点突破了深南电路、景旺电子等国内大型 PCB 客户。
- **我们的观点。**我们预计 20-22 年业绩分别为 1.87 元/股、2.31 元/股、2.68 元/股，按照最新收盘价对应估值分别为 21.77X、17.60X、15.22X，鉴于公司在光伏胶膜领域的竞争力，且公司已拓展到电子材料，给予公司 2020 年 30 倍 PE 估值，对应合理价值为 56.1 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**电子材料的拓展低于预期，光伏新增装机低于预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,810	6,378	7,504	9,391	10,276
增长率(%)	4.9	32.6	17.6	25.2	9.4
EBITDA(百万元)	668	975	1,086	1,290	1,443
归母净利润(百万元)	751	957	978	1,209	1,398
增长率(%)	28.4	27.4	2.2	23.7	15.6
EPS(元/股)	1.44	1.83	1.87	2.31	2.68
市盈率(P/E)	18.64	26.54	21.77	17.60	15.22
市净率(P/B)	2.52	3.89	2.94	2.52	2.16
EV/EBITDA	20.25	25.04	17.75	14.65	12.53

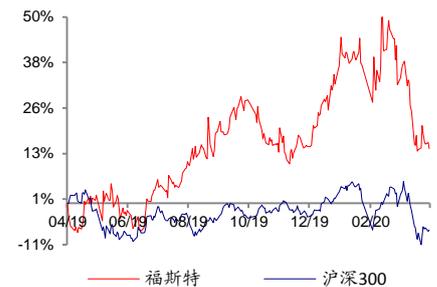
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	40.72 元
合理价值	56.1 元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-31

相对市场表现



分析师:

华鹏伟



SAC 执证号: S0260517030001

SFC CE No. BNV178



010-59136752



huapengwei@gf.com.cn

相关研究:

- 福斯特(603806.SH):龙头再扩产,巩固竞争力 2020-02-27
- 福斯特(603806.SH):光伏胶膜龙头,创新开拓增长 2019-12-19

目录索引

一、业绩略超预期，龙头地位稳固	4
二、胶膜出货增长，结构持续优化	6
三、电子材料突破，开拓新的增长	8
四、盈利预测和投资建议	9
五、风险提示	10

图表索引

图 1: 福斯特 2019 年营业收入情况 (单位: 亿元)	4
图 2: 福斯特 2019 年归母净利润情况 (单位: 亿元)	4
图 3: 福斯特 2019 年毛利率情况 (单位: %)	4
图 4: 福斯特 2019 年 ROE 情况 (单位: %)	4
图 5: 福斯特 2019 年资产负债率情况 (单位: %)	5
图 6: 福斯特 2019 年经营性现金流净额 (单位: 亿元)	5
图 7: 福斯特三项费用情况 (单位: 亿元)	5
图 8: 福斯特三项费用和总收入比例 (单位: %)	5
图 9: 福斯特 2019 年研发费用 (单位: 亿元)	6
图 10: 福斯特研发人员情况 (单位: 名)	6
图 11: 福斯特胶膜 2019 年收入 (单位: 亿元)	6
图 12: 福斯特胶膜 2019 年出货 (单位: 亿平)	6
图 13: 福斯特光伏 EVA 胶膜毛利率情况 (单位: %)	7
图 14: 福斯特光伏 EVA 胶膜价格变化情况 (单位: 元/平米)	7
图 15: 光伏 EVA 树脂的价格变化情况 (单位: 元/公斤)	8
图 16: 福斯特背板 2019 年营收情况 (单位: 亿元)	8
图 17: 福斯特背板 2019 年出货情况 (单位: 万平米)	8
图 18: 福斯特感光干膜 2019 年营收情况 (单位: 万元)	9
图 19: 福斯特感光干膜 2019 年出货情况 (单位: 万平)	9
表 1: 福斯特可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2019.03.31 收盘)	9

一、业绩略超预期，龙头地位稳固

福斯特年报显示，公司2019年实现营业收入63.78亿元，同比增长32.61%，实现归属上市公司股东的净利润9.57亿元，同比增长27.39%，实现扣非净利润8.11亿元，同比增长88.20%，收入和利润增长主要因为本期光伏胶膜产品销售盈利增加及转回前期计提的应收票据信用减值损失，其中光伏胶膜销售7.49亿平，同比增长28.88%。另外公司在2019年5月6日公告将逾期1个月以内的坏账计提比例由50%下调到20%，增加利润总额5083.99万元。

图1：福斯特2019年营业收入情况（单位：亿元）

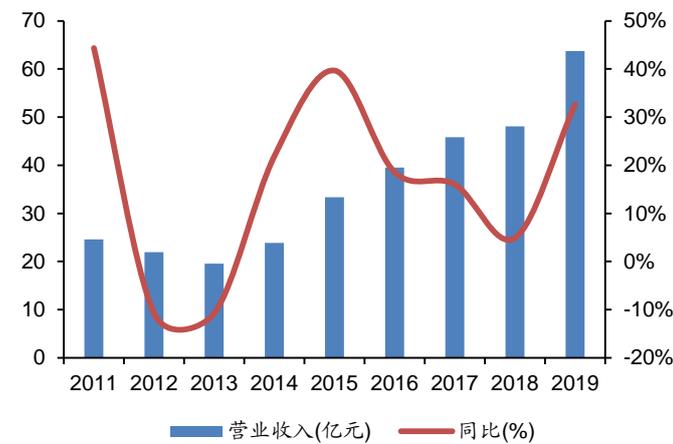
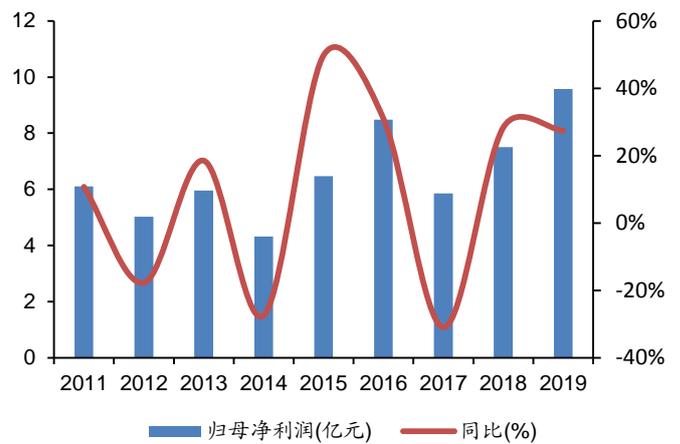


图2：福斯特2019年归母净利润情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司2019年实现了毛利率和ROE的提升。其中毛利率为20.36%，提升0.69pct；扣非摊薄的ROE为12.42%，提升4.67pct。其中毛利率的提升主要是因为产品结构的优化，其中白色EVA和POE胶膜占比提升。ROE提升主要是因为盈利能力有所提升和杠杆率有所增加导致。

图3：福斯特2019年毛利率情况（单位：%）

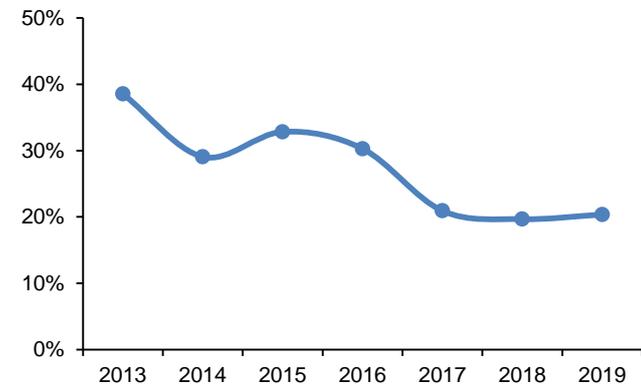
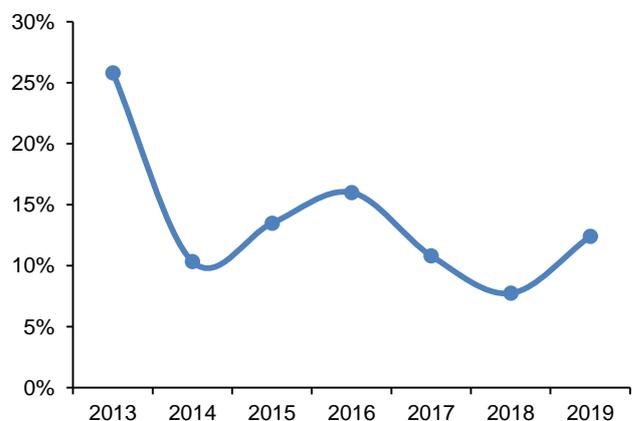


图4：福斯特2019年ROE情况（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司在实现收入和利润快速增长的同时，2019年实现经营活动中的净现金流

4.35亿元，同比增长156.49%，现金流大幅改善主要是因为销售产品收到的现金增加所致。公司的资产负债率为21.38%，短期借款金额为1990.47万元，依然维持在较低水平。

图5：福斯特2019年资产负债率情况（单位：%）

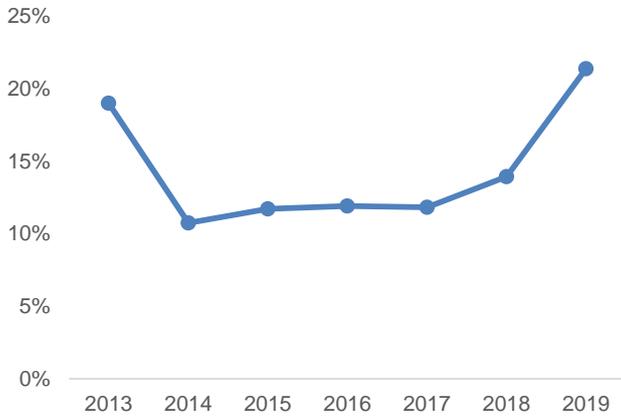
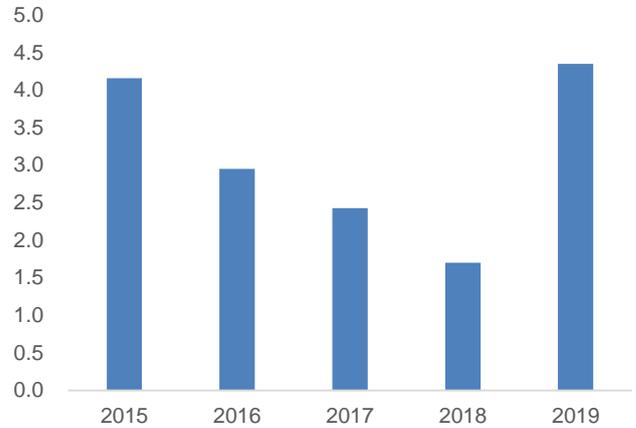


图6：福斯特2019年经营性现金流净额（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

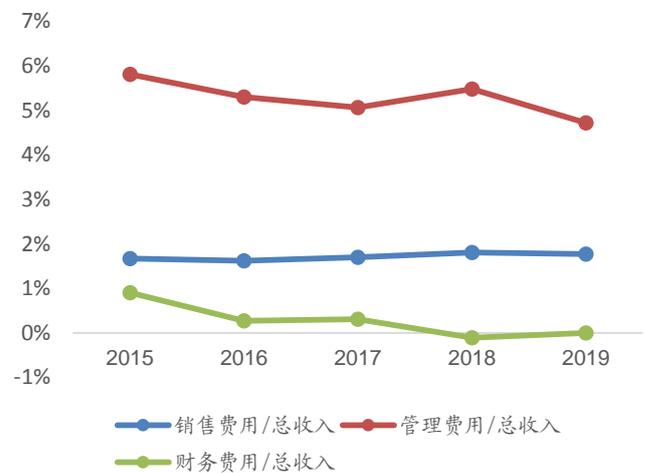
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司的三项费用控制比较严格，其中销售费用占总收入的比重不超过2%，财务费用为负值。公司通过合理的费用控制，保证了公司良好的净利润水平和持续的竞争力。

图7：福斯特三项费用情况（单位：亿元）



图8：福斯特三项费用和总收入比例（单位：%）

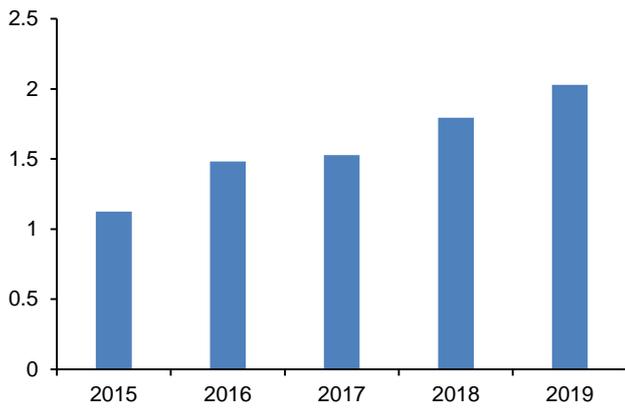


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

同时，公司持续加大研发投入，持续提升产品的竞争力。2019年公司研发费用2.03亿元，同比增加13.03%；研发人员数量308人，占总人数的比重为15.79%。公司继续提升白色EVA胶膜和POE胶膜产品性能，推出了共挤型POE胶膜和网格透明背板来满足双面发电组件的材料需求。电子材料业务方面，感光覆盖膜、低介电低损耗的FCCL等产品也在持续研发推进中。

图9: 福斯特2019年研发费用 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 福斯特研发人员情况 (单位: 名)

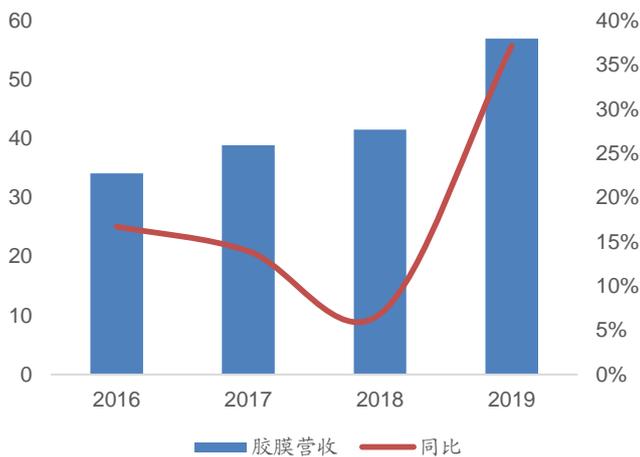


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、胶膜出货增长, 结构持续优化

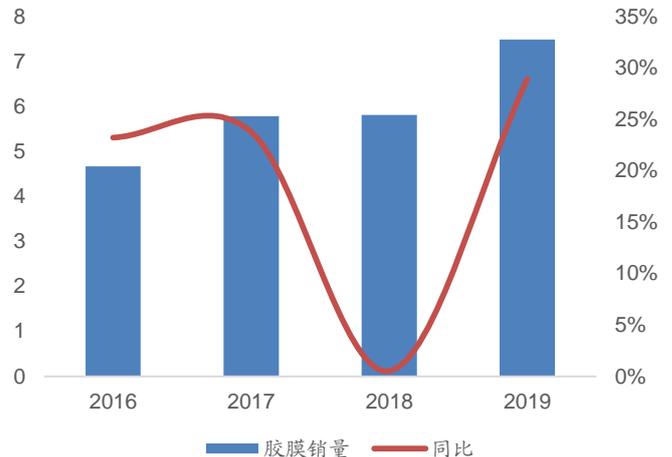
2019年公司光伏胶膜实现收入56.95亿元, 同比增长37.14%, 胶膜收入占总收入的89.29%。2019年公司共计销售光伏胶膜7.49亿平, 同比增长28.88%, 收入增长快于销量增长主要是因为高效双面组件的大范围推行, 白色EVA胶膜和POE胶膜在销售中的占比不断提升。根据中国光伏协会的数据, 2019年全球新增光伏装机约120GW, 同比增长约20%, 而公司胶膜的增长要快于行业的增长, 显示了公司产品市占率在2019年继续提升。

图11: 福斯特胶膜2019年收入 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

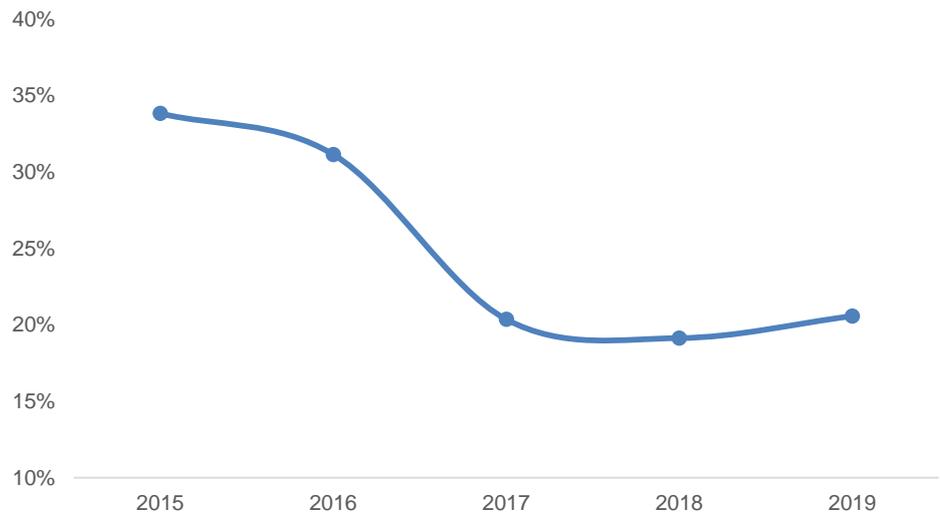
图12: 福斯特胶膜2019年出货 (单位: 亿平)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司胶膜产品的价格和毛利率也获得了提升。2019年公司EVA胶膜的毛利率为20.58%, 和2018年的19.14%相比提升1.44pct, 和2017年的20.37%相比也有一定程度的提升, 提升了公司的盈利水平。主要原因就是光伏EVA胶膜产品结构的持续优化。

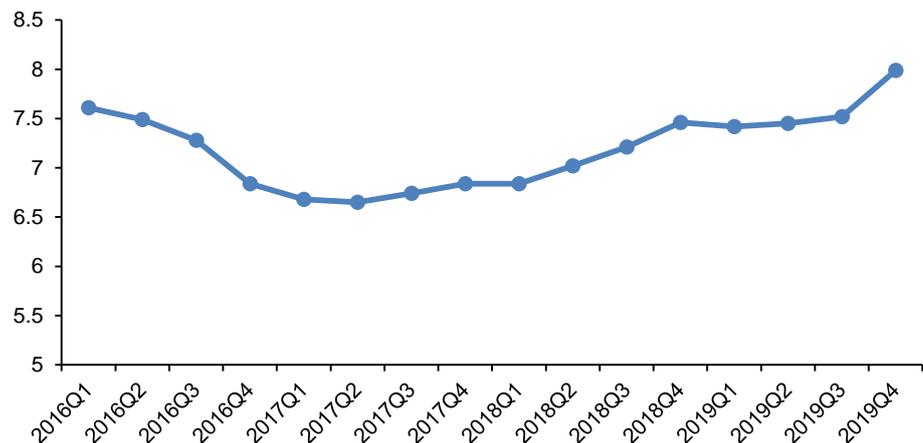
图13: 福斯特光伏EVA胶膜毛利率情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从下图中可以看到, 2018年以来公司光伏EVA胶膜的价格处在不断提升的趋势中, 这主要得益于高效双面组件的推广增加了对白色EVA和POE胶膜的需求, 两种产品的占比不断提升且两种产品的价格要明显高于普通EVA的价格。我们预计, 公司白色EVA胶膜和POE胶膜的占比将从2018年的约20%提升至2019年的超过30%, 从而带动了公司产品价格的回升, 预计2020年该比例将会继续提升。其中高效组件的推广增加了白色EVA胶膜的需求, 双玻组件的推广增加了对POE胶膜的需求。

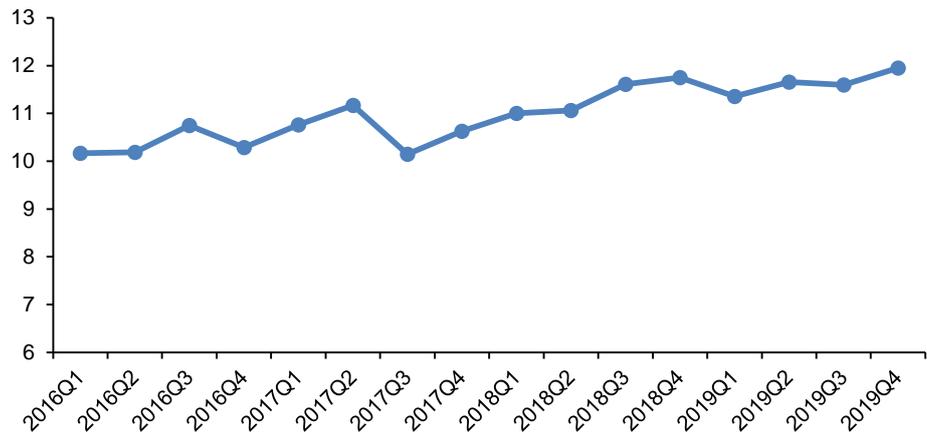
图14: 福斯特光伏EVA胶膜价格变化情况 (单位: 元/平方米)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在产品结构持续优化的同时, 产品原材料EVA树脂的价格基本上保持稳定, 2019年4季度, EVA树脂的价格为11.95元/公斤, 同比增长1.70%, 而该季度光伏EVA胶膜的平均售价为7.99元/平方米, 同比增长7.10%。

图15: 光伏EVA树脂的价格变化情况 (单位: 元/公斤)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019年, 公司背板产品实现营业收入5.27亿元, 同比增长3.04%, 占总收入的8.26%, 背板销售规模为4968万平米, 同比增长为15.57%, 收入增长低于销量增长主要原因是产品价格下降所致。2019年四季度光伏背板的价格为10.26元/平米, 同比下滑了10.39%, 2019年, 公司背板的毛利率为18.16%, 和2019年的21.46%相比, 下滑了3.30pct, 显示了市场竞争日趋激烈的情况下产品价格和毛利率不断下降的情况, 从而影响了产品的毛利率和收入的增长。

图16: 福斯特背板2019年营收情况 (单位: 亿元)

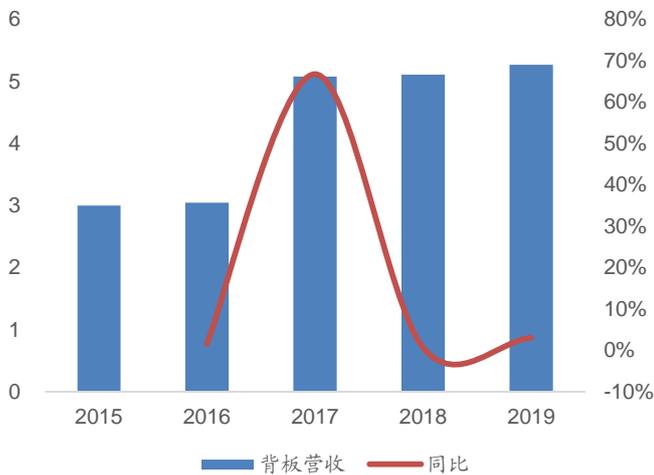
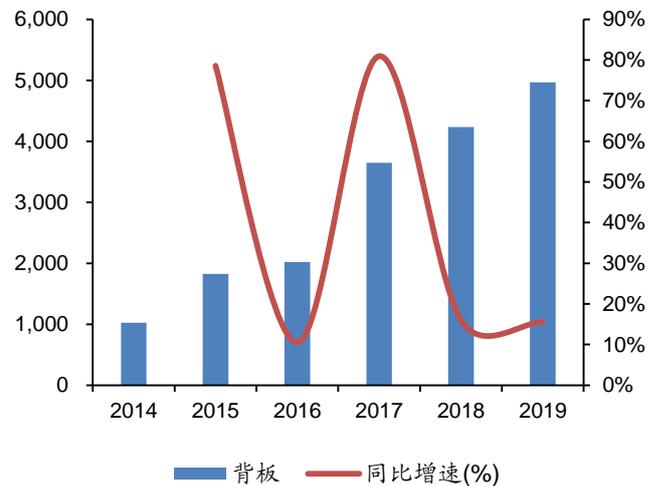


图17: 福斯特背板2019年出货情况 (单位: 万平米)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、电子材料突破, 开拓新的增长

2019年公司电子材料领域实现快速突破, 全年实现感光干膜销售1423.55万平, 同比增长83.79%, 实现销售收入5721.95万元, 同比增长94.88%, 其中高端LDI干膜销售占比提升。报告期内, 公司加强产品销售力度, 重点突破了深南电路、景旺

电子、奥士康等国内大型PCB客户。2019年，公司感光干膜产品首次完成了酸蚀、电镀及LDI主要市场系列的全覆盖，达到国内领先水平，产品的应用也从硬板拓展到软板，其他电子材料感光覆盖膜、低介电低损耗的FCCL等也在持续研发推进中。

另外，公司感光干膜原材料配套项目稳步推进，将继续推动产品竞争力的提升。公司2018年公告拟投资11.16亿元建设福斯特（安吉）新材料有限公司一期“年产20000吨碱溶性树脂”项目、二期“年产10000吨聚酯多元醇和年产24000吨光敏性丙烯酸酯单体化学品”项目。其中一期2万吨碱溶性树脂项目为感光干膜的原材料项目，目前产能建设正在稳步推进。

图18: 福斯特感光干膜2019年营收情况(单位: 万元)

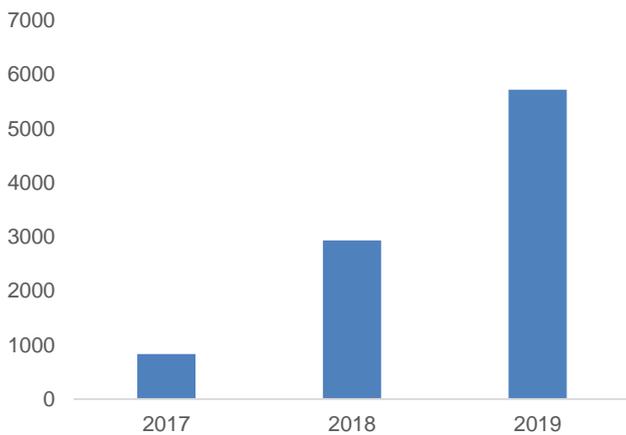
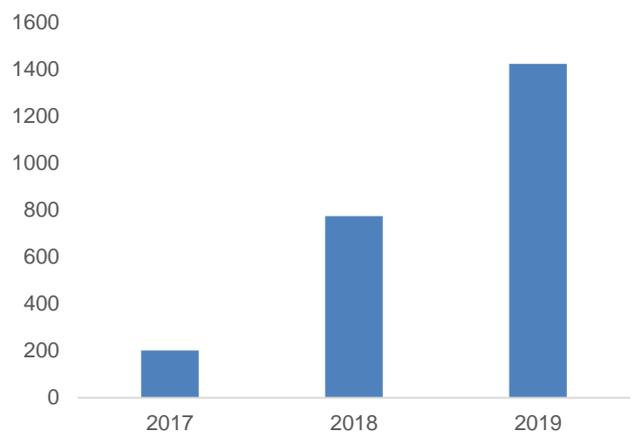


图19: 福斯特感光干膜2019年出货情况(单位: 万平)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

公司是光伏EVA胶膜龙头，市占率超过50%，行业格局和供需格局较好，公司具备完善的治理结构和稳健的财务结构，资产负债率约为20%，且大多为经营性负债。公司现有光伏胶膜产能超过7亿平，随着光伏行业装机的增长和技术水平的提升，预计公司将继续提升产能规模并不断优化产能结构，提高白色EVA胶膜和POE膜的比重。同时，公司在光伏胶膜的基础上，积极开始拓展电子材料领域，其中感光干膜已经量产并处在产能扩张中，铝塑膜和FCCL持续推进并不断有突破。

可比公司估值：在光伏行业，上市公司除了福斯特，另外主要有隆基股份与通威股份，两家公司和福斯特的市场格局情况有一定的差别，且福斯特在巩固光伏胶膜的市场地位基础上已经拓展到电子类的感光干膜，逐步打造膜类平台公司，我们也将福斯特和电池隔膜的材料公司恩捷股份进行对比，两家公司都是膜类材料的公司，都在细分领域具有明显的优势。

表 1: 福斯特可比公司PE估值情况可比(市值统计截止2020.03.31收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE估值水平		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
隆基股份	601012	硅片, 组件	937	50.05	63.82	77.45	18.71	14.68	12.09

通威股份	600438	硅料, 电池	498	28.39	38.35	48.55	17.54	12.98	10.25
恩捷股份	002812	电池隔膜	342	8.49	11.37	14.75	40.28	29.94	23.18

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 收盘价为 2020/03/30 收盘价, EPS 来自 Wind 一致预期, 隆基股份和通威股份 2019 年业绩为预测值

目前来看, 疫情短期会对光伏行业需求产生冲击, 但中期来看会加速“降本增效”的趋势, 高效组件和双玻组件的推广在疫情结束后会加速, 将带动白色EVA胶膜POE胶膜等占比持续提升。我们预计20-22年业绩分别为1.87元/股、2.31元/股、2.68元/股, 按照最新收盘价对应估值分别为21.77X、17.60X、15.22X, 鉴于公司在光伏胶膜领域的竞争力, 且公司已拓展到电子材料, 给予公司2020年30倍PE估值, 对应合理价值为56.1元/股, 维持“买入”评级。

五、风险提示

产能扩张不及预期, 根据公司公告, 目前项目尚处在准备阶段, 暂未完成备案及各级审批手续, 审批结果存在一定不确定性。

电子类材料竞争激烈, 在和台企和外资企业进行竞争时不免损失毛利率, 且在激烈的竞争下存在着出货量不及预期的可能。

目前疫情在海外的蔓延, 受疫情等因素的影响, 存在着光伏新增装机不及预期的可能。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,014	6,745	6,559	7,858	9,101
货币资金	494	1,881	2,020	2,388	3,202
应收及预付	2,703	1,829	2,688	3,363	3,680
存货	780	909	976	1,213	1,316
其他流动资产	1,037	2,125	874	894	903
非流动资产	1,442	1,560	1,876	2,076	2,360
长期股权投资	14	0	10	10	10
固定资产	1,109	1,083	1,329	1,489	1,679
在建工程	57	207	247	287	387
无形资产	199	217	235	235	235
其他长期资产	62	53	54	54	48
资产总计	6,456	8,305	8,435	9,934	11,461
流动负债	885	862	1,174	1,463	1,591
短期借款	15	20	10	10	10
应付及预收	668	719	950	1,180	1,282
其他流动负债	202	123	214	273	299
非流动负债	15	914	29	29	29
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	890	0	0	0
其他非流动负债	15	25	29	29	29
负债合计	900	1,776	1,203	1,492	1,619
股本	523	523	523	523	523
资本公积	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391
留存收益	3,614	4,336	5,314	6,523	7,922
归属母公司股东权益	5,554	6,525	7,227	8,438	9,837
少数股东权益	2	4	4	4	4
负债和股东权益	6,456	8,305	8,435	9,934	11,461

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,810	6,378	7,504	9,391	10,276
营业成本	3,864	5,079	5,940	7,377	8,007
营业税金及附加	19	22	26	32	35
销售费用	87	113	120	169	185
管理费用	84	98	115	169	185
研发费用	179	203	248	394	432
财务费用	-5	0	1	5	7
资产减值损失	103	-5	-23	-31	-60
公允价值变动收益	0	0	-3	0	0
投资净收益	62	27	50	50	50
营业利润	858	1,094	1,124	1,326	1,536
营业外收支	-3	-2	-3	-3	-3
利润总额	856	1,092	1,121	1,323	1,533
所得税	106	137	144	114	135
净利润	750	955	978	1,209	1,398
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	751	957	978	1,209	1,398
EBITDA	668	975	1,086	1,290	1,443
EPS (元)	1.44	1.83	1.87	2.31	2.68

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170	435	320	525	967
净利润	750	955	978	1,209	1,398
折旧摊销	92	112	30	40	10
营运资金变动	-693	-454	-664	-651	-341
其它	20	-178	-24	-73	-100
投资活动现金流	151	-20	994	-153	-147
资本支出	-195	-47	-279	-203	-203
投资变动	0	5	-10	0	0
其他	346	22	1,283	50	56
筹资活动现金流	-226	864	-1,175	-4	-6
银行借款	15	890	-10	0	0
股权融资	0	211	0	0	0
其他	-242	-238	-1,165	-4	-6
现金净增加额	94	1,279	139	368	814
期初现金余额	305	414	1,881	2,020	2,388
期末现金余额	414	1,725	2,020	2,388	3,202

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	4.9%	32.6%	17.6%	25.2%	9.4%
营业利润增长	26.8%	27.5%	2.7%	18.0%	15.9%
归母净利润增长	28.4%	27.4%	2.2%	23.7%	15.6%
获利能力					
毛利率	19.7%	20.4%	20.8%	21.4%	22.1%
净利率	15.6%	15.0%	13.0%	12.9%	13.6%
ROE	13.5%	14.7%	13.5%	14.3%	14.2%
ROIC	9.9%	15.5%	20.3%	21.2%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	21.4%	14.3%	15.0%	14.1%
净负债比率	0.3%	11.0%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	5.66	7.83	5.59	5.37	5.72
速动比率	4.74	6.70	4.69	4.48	4.83
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.86	0.90	1.02	0.96
应收账款周转率	1.88	2.88	2.87	2.87	2.87
存货周转率	6.14	6.01	6.08	6.08	6.08
每股指标 (元)					
每股收益	1.44	1.83	1.87	2.31	2.68
每股经营现金流	0.32	0.83	0.61	1.00	1.85
每股净资产	10.63	12.49	13.83	16.15	18.82
估值比率					
P/E	18.64	26.54	21.77	17.60	15.22
P/B	2.52	3.89	2.94	2.52	2.16
EV/EBITDA	20.25	25.04	17.75	14.65	12.53

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤**：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 华鹏伟**：资深分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 王理廷**：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 纪成炜**：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 张秀俊**：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 李蒙**：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。

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。