

【广发海外&汽车】永达汽车(03669.HK)

新车销量展韧性，营收创三季度新高

核心观点：

- **公司三季度新车销量提振，延续二季度增长势头。**根据公司 3Q20 主要财务数据公告，3Q20/9M20 新车销量为 58,984/140,958 辆，同比增长 30.8%/0.8%。公司豪华及超豪华品牌 3Q20/9M20 新车销量为 38,615/96,749 辆，同比增长 32.3%/7.3%，占公司 3Q20/9M20 总新车销量的 65.5%/68.8%。
- **3Q20 综合收入增幅大，季度单车销售价格同比增长。**Q3 公司综合收入增长至 198.1 亿元，同比增长 31.5%。乘用车销售收入为 165.8 亿元，同比增长 34.7%。3Q20 公司新车销售 ASP 提升至 28 万元，同比增长约 3.0%，环比 2Q20 微降 0.7%。Q3 售后服务/金融和保险代理服务收入分别为 27.4/3.3 亿元，分别较去年同期增长 20.8%/30.3%。
- **三季度综合毛利提升，毛利率略有下降。**公司 3Q20 综合毛利为 20.9 亿元，同比增长 24.9%；毛利率同比下降 0.6pct 至 10.5%；3Q20 公司归母净利润为 4.8 亿元，同比增长 41.2%。
- **预计公司持续受惠于豪华车型强劲销量，维持“买入”评级。**根据宝马车型计划，华晨宝马下半年推出 5 系小改款以及纯电动 iX3；预计宝马集团于 2021 年继续推出纯电动车型 i4 和 iNEXT。预期新车型将带动品牌销量持续强劲走势，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.12/1.35 人民币/股。综合考虑可比公司估值以及公司业务结构自身特点，我们给予公司合理估值 13 倍 2020E P/E，对应合理价值为 13.86 港元/股（汇率计算：港元兑人民币：1:0.882），维持“买入”评级。
- **风险提示。**汽车销售、售后业务和汽车金融业务发展不及预期，消费需求不足导致汽车销售下滑，公共卫生事件对业务运营产生不利影响。

盈利预测：

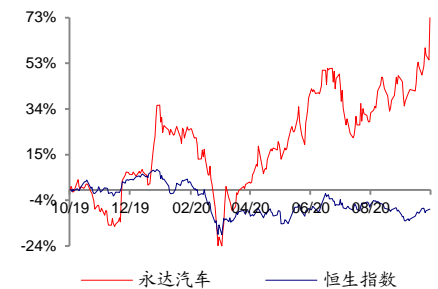
人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	55,318	62,707	69,101	78,458	90,263
增长率（%）	9.1	13.4	10.2	13.5	15.0
EBITDA（百万元）	2,966	3,392	4,055	4,756	5,630
归母净利润（百万元）	1,253	1,473	1,738	2,062	2,499
增长率（%）	-17.0	17.5	18.0	18.7	21.2
EPS（元/股）	0.68	0.80	0.94	1.12	1.35
市盈率（P/E）	14.8	12.6	10.8	9.1	7.5
ROE（%）	29.0	31.2	27.6	32.4	40.5
EV/EBITDA	9.8	9.4	7.8	7.0	5.6

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	11.12 港元
合理价值	13.86 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-22

相对市场表现



分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005

SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

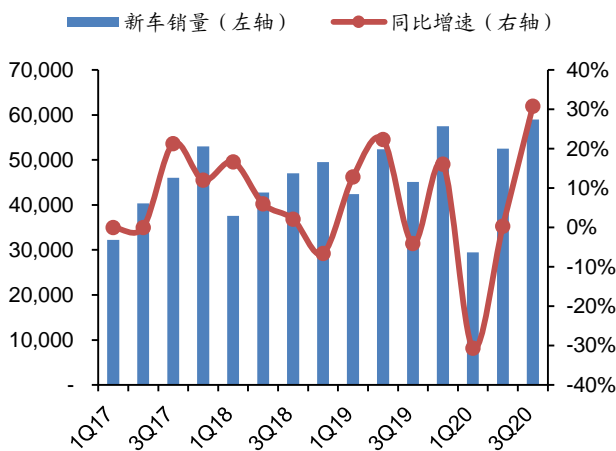
相关研究：

- 【广发海外&汽车】永达汽车 2020-09-11 (03669.HK):8 月豪车销售快速增长，公司将继续受益豪车消费趋势
- 【广发海外&汽车】永达汽车 2020-06-07 (03669.HK):品牌结构优化，豪华车销量回升
- 【广发海外&汽车】永达汽车 2020-03-27 (03669.HK):新车销售持续增长，售后及汽车金融潜力可期

一、新车销量大幅提振，豪华车贡献主要销售收入

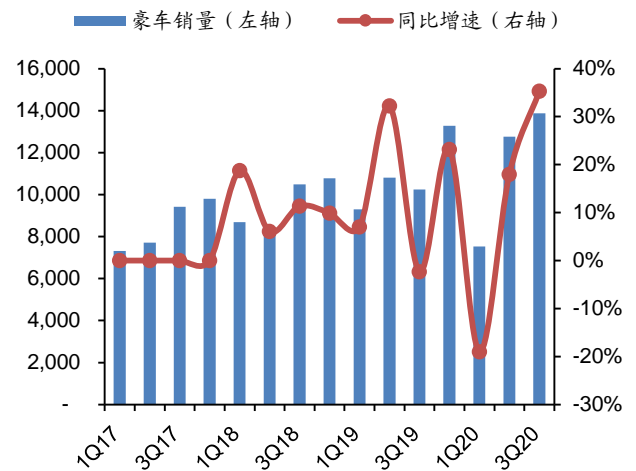
公司新车销量大幅回暖，延续二季度增势。根据永达汽车3Q20主要财务数据公告，3Q20新车销量为58,984辆，较去年同期45,094辆同比增长30.8%。受国内消费升级、家庭乘用车更新换代等外部因素影响，豪华及超豪华品牌汽车新车销量同比大幅度增高。公司豪华及超豪华品牌Q3单季新车销量为38,615辆，同比增长32.3%，占公司3Q20总新车销量的65.5%。公司9M20新车累计销量为140,958辆，较去年同期小幅增长0.8%；其中，豪华及超豪华品牌乘用车前九月累计销量同比增幅较大，为96,749辆，同比增长7.3%，占公司9M20累计新车销量的68.8%。

图 1：永达汽车新车销量及同比增速（单位：辆/%）



数据来源：公司三季度主要财务数据公告，广发证券发展研究中心

图 2：永达汽车豪华车销量及同比增速（单位：辆/%）

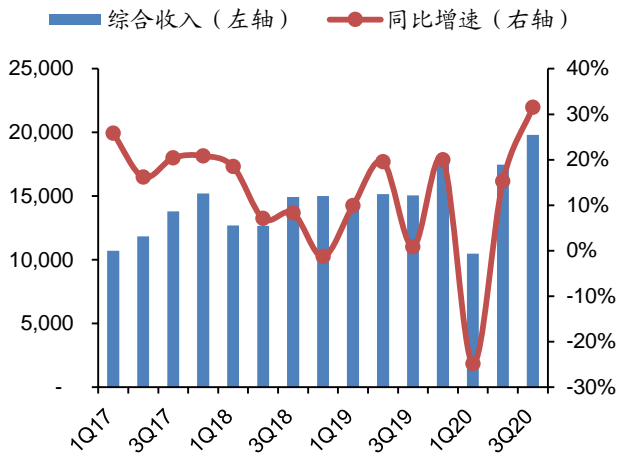


数据来源：公司三季度主要财务数据公告，广发证券发展研究中心

第三季度公司综合收入由3Q19的150.6亿元增长至198.1亿元，同比增长31.5%。受新车平均售价较去年同期小幅增长影响，公司乘用车销售收入增幅略高于新车销量增幅。单车平均售价由去年同期27万元提升至28万元，同比增长约3.0%，环比2Q20微降0.7%，乘用车销售收入为165.8亿元，较去年同期增长34.7%。豪华及超豪华品牌为收入增长的主要驱动力，由2019年同期的102.5亿元增长至138.7亿元，同比增长35.3%。

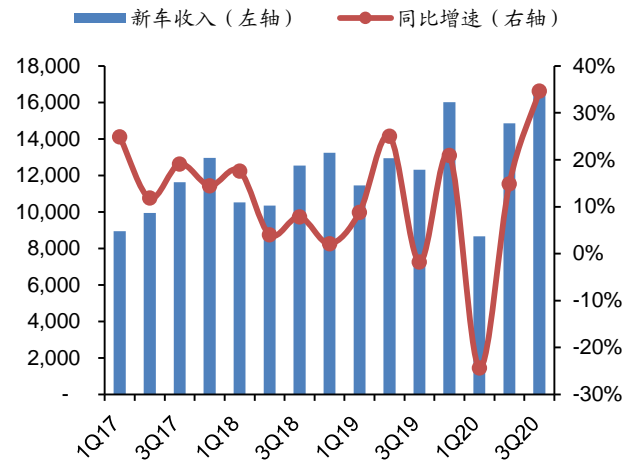
9M20公司累计综合收入较去年同期也相应提高，为482.4亿元，同比增长7.9%，其中乘用车销售贡献主要收入，为401.6亿元，同比增长9.1%。9M20公司单车平均售价为28万元，同比增长8.3%；豪华及超豪华品牌单车售价为35万元，同比增长4.7%。

图 3: 永达汽车营业收入及同比增速
(单位: 百万元/%)



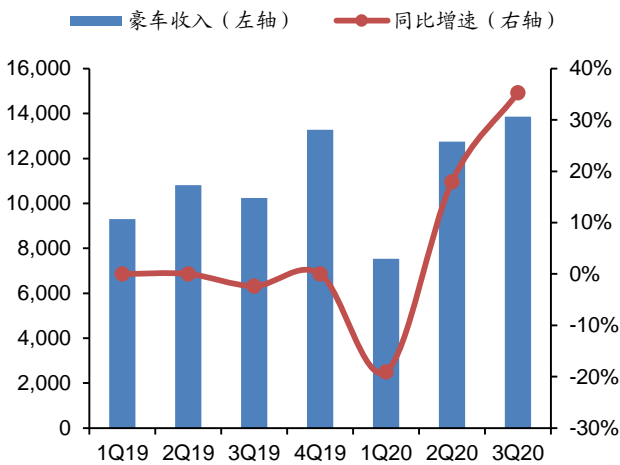
数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

图 4: 永达汽车新车收入及同比增速 (单位: 辆/%)



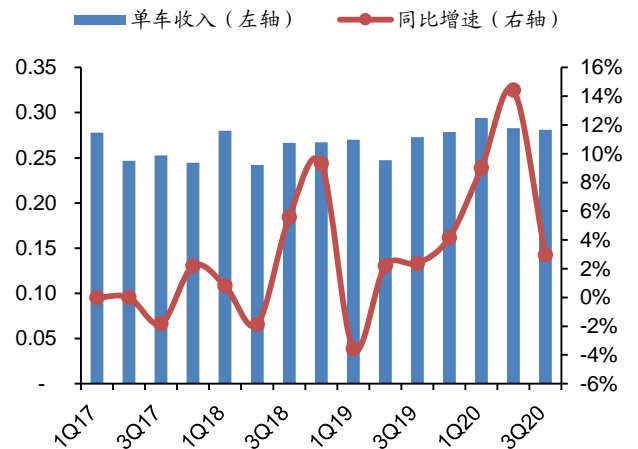
数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

图 5: 永达汽车豪车收入及同比增速
(单位: 百万元/%)



数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

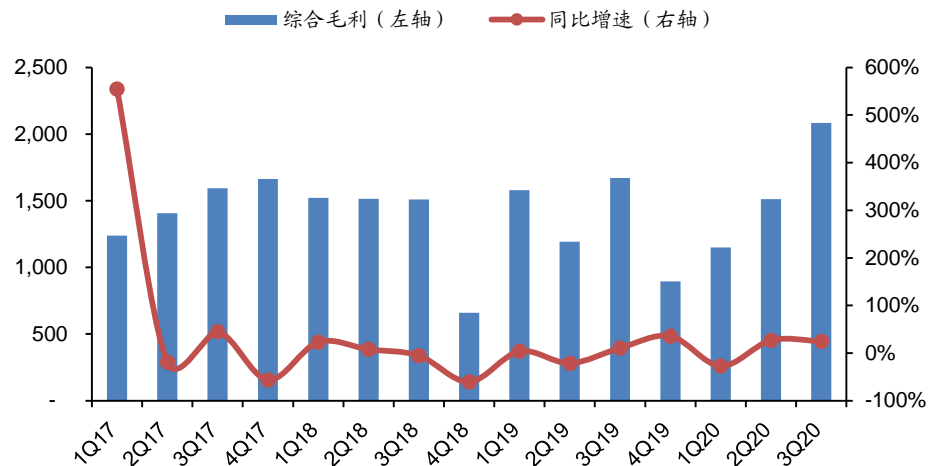
图 6: 永达汽车单车收入及同比增速
(单位: 百万元/%)



数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

公司3Q20综合毛利为20.9亿元, 较去年同期增长24.9%。毛利率略有下降, 由去年同期的11.1%下降至10.5%, 同比微降0.6pct。9M20公司累计综合毛利为52.2亿元, 较去年同期增长5.1%。毛利率为10.8%, 较去年同期微降0.3pct。

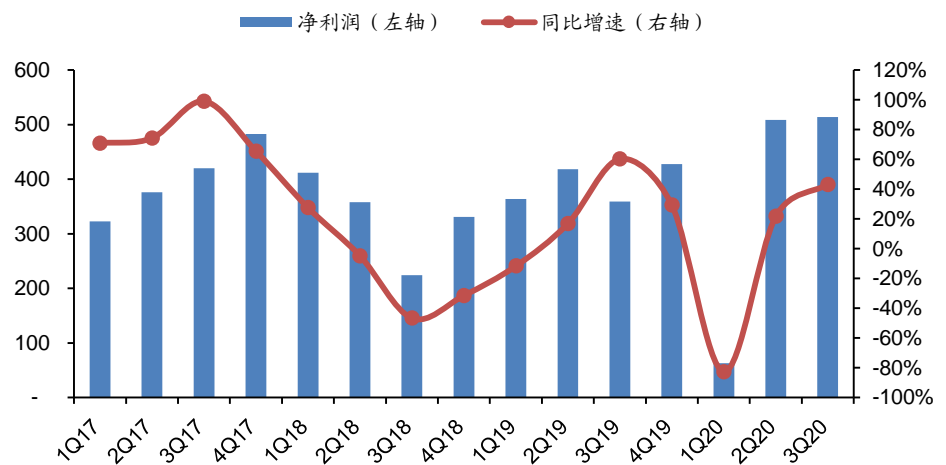
图 7: 永达汽车综合毛利及同比增速 (单位: 百万元/%)



数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

公司Q3单季净利润同比增长43.2%，由去年同期3.6亿元增长至5.1亿元。受1Q20净利润大幅降低影响，9M20公司累计净利润较去年同期同比下降4.9%至10.9亿元。公司Q3单季归母净利润同比增长41.2%，由去年同期3.4亿元增长至4.8亿元；9M20公司累计归母净利润较去年同期同比下降6.0%至10.1亿元。

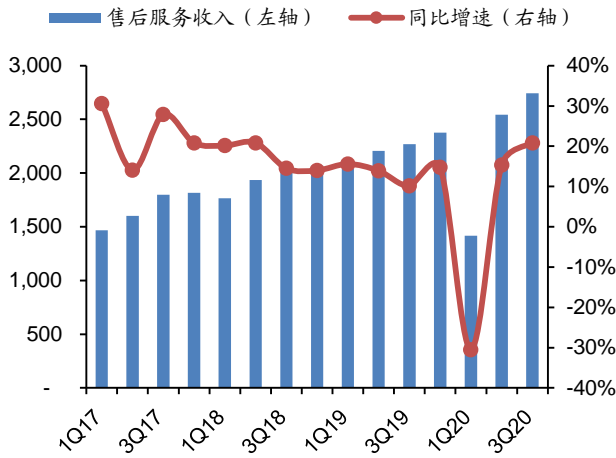
图 8: 永达汽车净利润及同比增速 (单位: 百万元/%)



数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

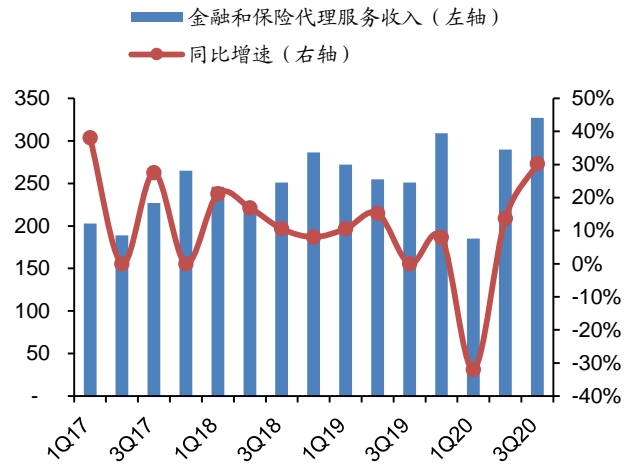
售后业务收入在前期新车销量增加的基础上稳步提高，Q3售后服务收入为27.4亿元，较去年同期增长20.8%；9M20累计售后服务收入为67.0亿元，同比上升2.9%。受Q3季度新车销量增加影响，金融和保险代理服务收入同步提高，由去年2.5亿元增长至3.3亿元，同比增加30.3%；该项收入前9月累计值为8.1亿元，同比增长3.0%。

图 9: 永达汽车售后服务收入及同比增速 (单位: 百万元/%)



数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

图 10: 永达汽车金融和保险代理服务收入及同比增速 (单位: 百万元/%)



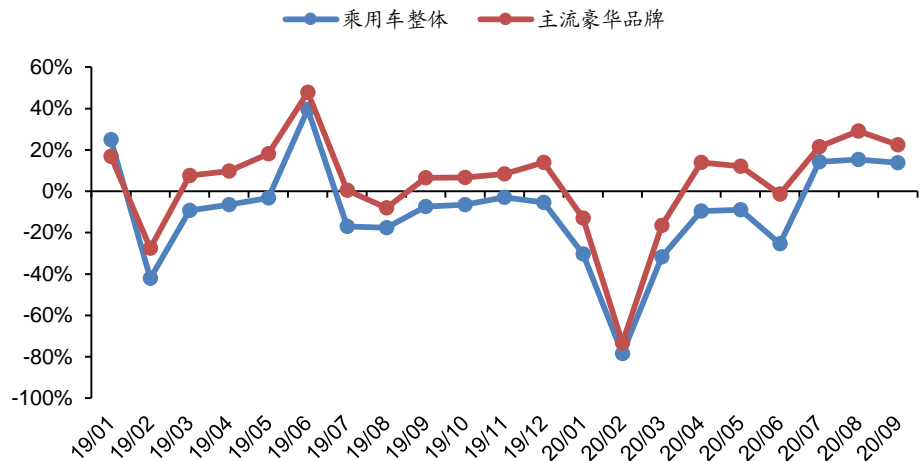
数据来源: 公司三季度主要财务数据公告, 广发证券发展研究中心

二、乘用车市场触底反弹，三季度销量实现正增长

国内乘用车市场进一步回暖。根据中机中心汽车保险上牌数据, 2020年1-9月乘用车累计终端销量为1262.8万辆, 同比下降14.6%。第三季度国内疫情控制得当, 乘用车销量呈现触底反弹态势, 7月乘用车终端销量同比增速于今年内首度实现正增长, 增速为14.3%。Q3乘用车终端销量为516.9万辆, 环比Q2增长17.3%。7月/8月/9月乘用车终端销量为157.8万/167.3万/191.8万辆, 同比增长14.3%/15.3%/13.7%。

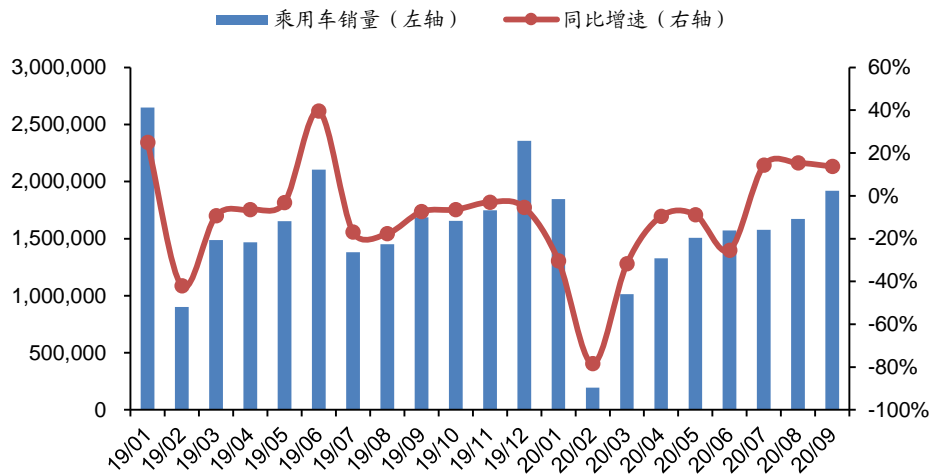
豪车品牌销量增速优于行业整体水平。2020年1-9月, 国内主流豪华品牌累计销量为222.3万辆, 同比上升3.4%。具体来看, 2020年一季度受疫情影响豪华品牌销量出现一定程度的下跌, 4、5、6月随着疫情的缓解、厂家复产复工, 豪华品牌销量有所回升, 呈现触底反弹反转态势, 2020年1月-9月的豪华品牌销量分别为273,216/30,504/188,091/259,504/273,377/287,416/282,078/301,073/327,355辆, 2020年1月-9月的豪华品牌同比增速分别为-13.0%/-73.3%/-16.5%/13.9%/12.1%/-1.3%/21.5%/29.2%/22.5%, 均优于乘用车整体水平。

图 11: 豪华汽车与乘用车整体销量同比增速 (单位: %)



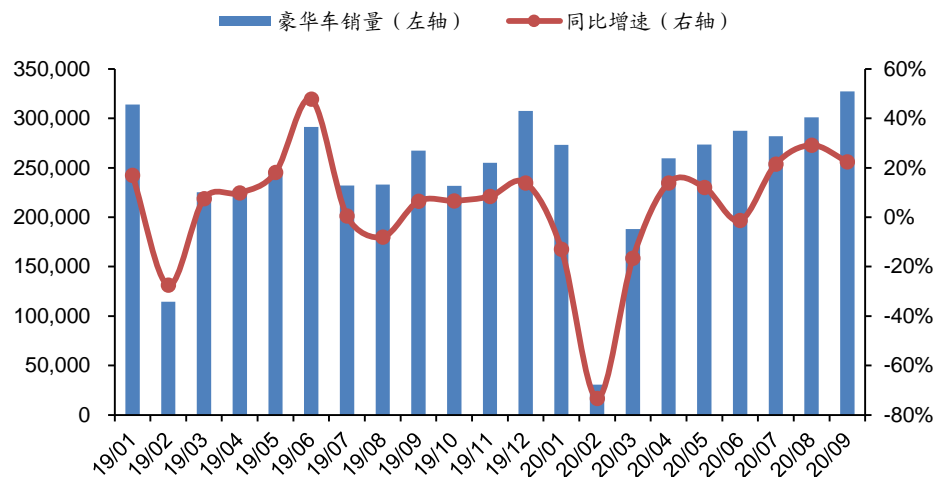
数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

图 12: 乘用车月度销量及增速 (单位: 辆/%)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

图 13: 豪华车月度销量及增速 (单位: 辆/%)



数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

三、宝马三季度销量大幅回暖，中国市场增幅显著

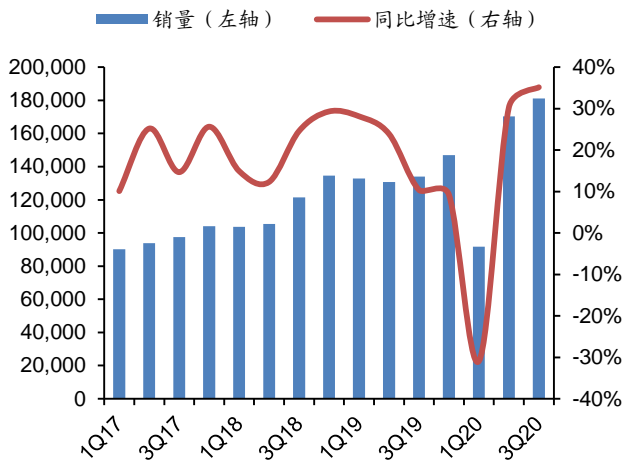
公司主要代理品牌宝马Q3销量大幅上升。根据宝马集团发布的3Q20汽车销售情况公告，公司第三季度汽车销量较去年同期销量显著增加，其全球汽车销量为675,680辆，同比上升8.6%，由于上半年受全球公共卫生事件影响，各国采取不同程度的强制性封城、隔离措施以控制疫情蔓延，汽车销量显著下降，因此宝马集团9M20累计销量为1,638,316辆，较去年同期下降12.5%。

宝马品牌Q3单季销量为58.5万辆，同比上升9.8%，9M20累计销量为142.8万辆，与去年同期相比下降11.3%。宝马电气化车型销量增长势头明显，三季度销量为5.5万辆，同比上升46.6%，9M20销量为11.4万辆，同比上升20%。

分地区看，亚洲、欧洲市场贡献宝马及MINI在3Q20的主要销量。其中亚洲地区Q3单季销量为28.8万辆，同比上升24.9%，占宝马及MINI第三季度总销量比重为42.8%，9M20累计销量为70.5万辆，同比上升3.0%，占2020年前9月总销量比重的43.1%，在华销量为23.1万辆，同比上升31.1%，9M20销量为56.0万辆，同比上升6.4%。

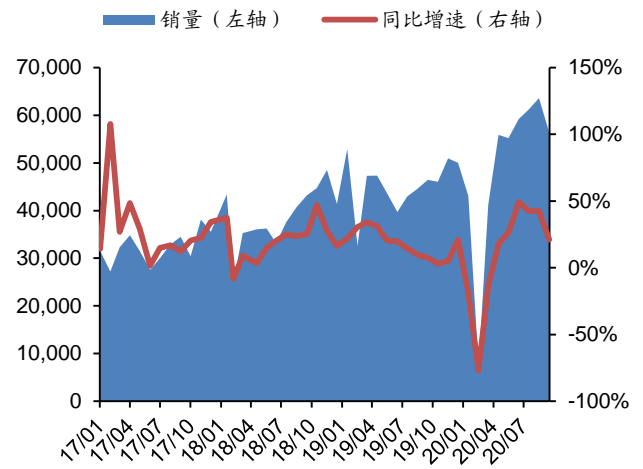
宝马集团与华晨汽车的合资企业华晨宝马第三季度在华销量为18.1万辆，同比增长35.2%，为近五年来Q3单季销量最大增幅。其中，7月/8月/9月销量分别为6.1万/6.4万/5.6万辆，较去年同期分别增长42%/43%/21%。分车型看，在第三季度，轿车车型3系、5系销量占比较高，分别占华晨宝马第三季度总销量的26.3%和25.7%，其中3系销量为4.8万辆，同比增长160.5%，5系销量为4.7万辆，同比上升0.5%。SUV车型方面，X3系列销量占比较高，为4.2万辆，同比增长27.4%，占总销量的23.4%。

图 14: 华晨宝马季度销量及同比增速 (单位: 辆 %)



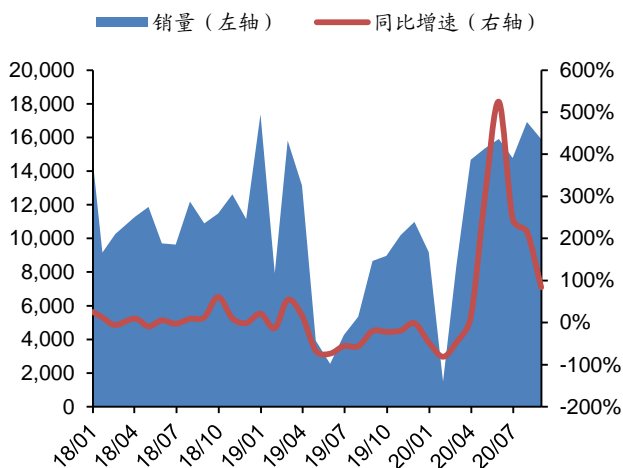
数据来源: 华晨宝马销量公告, 广发证券发展研究中心

图 15: 华晨宝马月度销量及同比增速 (单位: 辆 %)



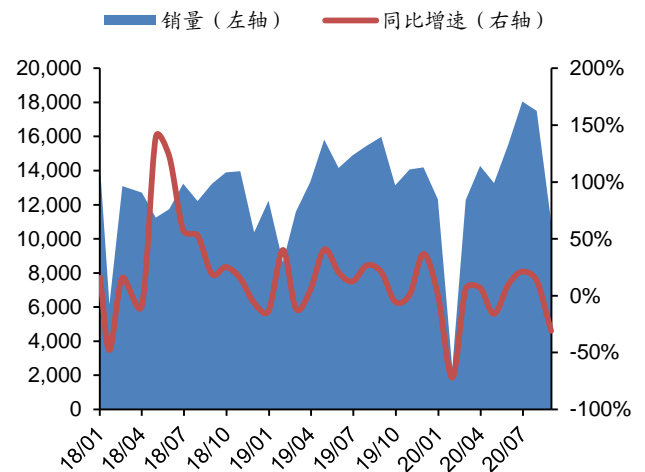
数据来源: 华晨宝马销量公告, 广发证券发展研究中心

图 16: 华晨宝马 3 系月销量及同比增速 (单位: 辆 %)



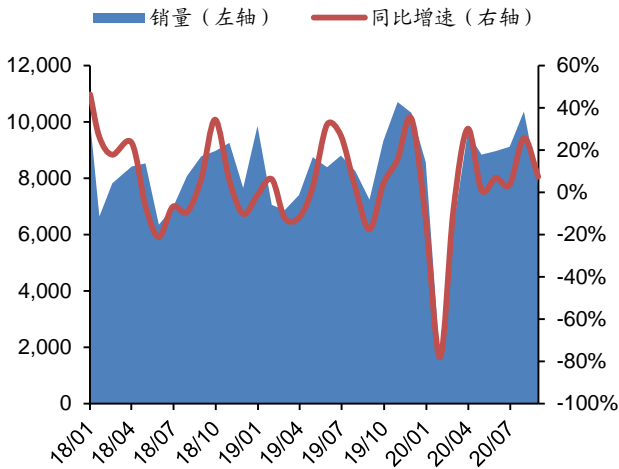
数据来源: 华晨宝马销量公告, 广发证券发展研究中心

图 17: 华晨宝马 5 系月销量及同比增速 (单位: 辆 %)



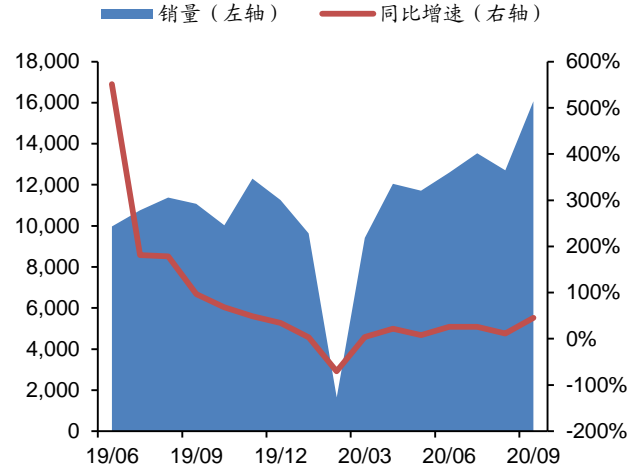
数据来源: 华晨宝马销量公告, 广发证券发展研究中心

图 18: 华晨宝马X1月销量及同比增速 (单位: 辆 %)



数据来源: 华晨宝马销量公告, 广发证券发展研究中心

图 19: 华晨宝马X3月销量及同比增速 (单位: 辆 %)



数据来源: 华晨宝马销量公告, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测及建议

国内乘用车市场上半年短暂遇冷后, 于第三季度呈现回暖态势, 未来向好发展趋势显著。受国内消费升级及家庭乘用车换代的影响, 豪车销量增长情况优于行业整体情况。公司代理品牌以宝马、保时捷等豪车品牌为主, 公司有望持续受惠于豪车的强劲销售趋势。其中, 车型布局方面, 华晨宝马方面 20 年下半年推出 5 系小改款以及纯电动 iX3。另外, 根据主要代理品牌宝马集团公告, 宝马品牌将系统推进电气化汽车布局, 预计于 2021 年继续推出纯电动型 BMW i4 和 BMW iNEXT。

在可比公司中, 中升控股和美东汽车 2020 年 PE 估值水平相对较高, 分别达到 21.4 和 49.0, 正通汽车及广汇宝信则相对较低, 分别为 4.1 和 4.0。从销量上看, 中升控股、美东汽车、广汇宝信、正通汽车 16-19 年新车销量复合增长率分别为 14.9%、22.8%、15.3%、2.1%, 16-19 年豪车销量复合增长率分别为 24.8%、52.0%、14.0%、6.4%。业绩方面, 16-19 年中升控股、美东汽车、广汇宝信、正通汽车收入复合增长率分别为 20.3%、37.4%、12.6%、4.0%, 16-19 年中升控股、美东汽车、广汇宝信、正通汽车归属普通股股东净利润复合增长率分别为 34.3%、53.6%、14.7%、10.4%。数据显示, 中升控股和美东汽车新车销量、豪车销量、收入、归属普通股股东净利润的复合增长率均处于较高水平, 销量、业绩提升较快, 预计 2020 年仍能实现较快增长, 从而达到较高的 PE 估值水平。而正通汽车、广汇宝信则相对增长平缓, 从而 PE 估值水平相对较低。

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.12/1.35 人民币元/股。综合考虑可比公司估值以及公司业务结构自身特点, 我们给予公司合理估值 13 倍 2020E P/E, 对应合理价值为 13.86 港元/股 (汇率计算: 港元兑人民币: 1:0.882), 维持“买入”评级。

表 1: 永达汽车可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2020.10.21收盘)

公司名称	公司代码	市值	归母净利润 (百万元人民币)			PE估值水平		
			2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
中升控股	00881.HK	1227.9亿港元	3,695.3	4,519.5	5,052.5	29.3	24.0	21.4
广汇汽车	600297.SH	305.8亿人民币	3,973.9	3,315.2	2,592.5	7.7	9.2	11.8
美东汽车	01268.HK	396.3亿港元	363.5	557.5	713.6	96.2	62.7	49.0
广汇宝信	01293.HK	32.1亿港元	566.8	622.76	709.0	5.0	4.5	4.0
正通汽车	01728.HK	29.1亿港元	1,254.7	766.7	629.0	2.0	3.3	4.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

预测来源: 2020E 归母净利润预测来自 Wind 一致性预期数据

五、风险提示

汽车销售、售后业务和汽车金融业务发展不及预期, 消费需求不足导致汽车销售下滑, 公共卫生事件对业务运营产生不利影响。

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
厂房设备	5,402	6,105	6,815	7,678	8,743
长期预付款	1,468	190	190	190	190
商誉	977	1,237	1,521	1,727	1,932
无形资产	1,577	2,065	2,309	2,561	2,807
对合营/联营企业投资	538	560	560	560	560
递延所得税	196	210	251	302	302
其他非流动资产	1,896	1,449	1,518	1,853	1,853
非流动资产合计	12,467	15,199	16,242	17,948	19,465
现金及现金等价物	1,786	2,210	4,945	6,502	7,946
存货	5,829	5,627	6,289	7,135	7,914
应收账款	6,186	6,847	7,181	8,154	8,776
其他流动资产	2,466	2,667	5,961	6,778	7,250
流动资产合计	18,548	20,275	22,545	25,007	27,120
短期借款	14,130	12,042	13,006	14,046	14,046
应付货款	5,504	7,071	8,138	9,233	10,615
应付税项	477	730	803	883	883
其他流动负债	4	3	3	3	3
流动负债合计	20,115	19,845	21,949	24,165	25,546
长期借款	836	2,723	3,267	3,921	3,922
递延税款负债	478	659	725	798	798
其它非流动负债	67	32	32	32	32
非流动负债合计	1,381	5,177	5,683	6,409	6,410
股本	15	15	15	15	15
储备金	8,973	9,866	11,156	11,690	13,815
股东权益	8,988	9,882	10,546	11,705	13,830
非控制权益	532	571	609	676	799
权益合计	9,520	10,453	11,156	12,382	14,629

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	55,318	62,707	69,101	78,458	90,263
销售成本	50,112	56,843	62,408	70,805	81,403
毛利	5,207	5,864	6,694	7,653	8,859
其他收益	1,029	1,177	1,260	1,426	1,726
营销费用	2,480	2,733	3,040	3,374	3,881
管理费用	1,383	1,490	1,658	1,883	2,166
经营利润	2,373	2,819	3,255	3,823	4,538
财务费用净额	681	778	857	974	1,083
应占合资联营盈利/(亏损)	60	35	41	48	56
税前利润	1,753	2,076	2,438	2,897	3,510
所得税费用	428	507	595	707	857
公司净利润	1,325	1,569	1,843	2,189	2,653
归属控股股东净利润	1,253	1,473	1,738	2,062	2,499
少数股东损益	72	96	105	127	154

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前收入	1,753	2,076	2,438	2,897	3,510
折旧及摊销	592	573	800	933	1,093
已缴税款	-220	-260	-306	-363	-440
融资成本调整	660	752	831	947	1,057
应占合资联营盈利/(亏损)	-30	-30	-30	-30	-30
营运资本变动	-3,260	558	319	-1,323	-1,729
其他调整	25	25	25	25	25
经营活动现金流净额	1,699	4,109	3,833	2,816	3,189
资本开支	-1,641	-1,881	-2,073	-2,354	-2,708
投资现金流	-575	-609	-648	-687	-728
其他投资现金流调整	547	705	910	1,177	1,177
投资活动现金流净额	-1,683	-2,132	-1,810	-1,863	-2,259
融资借款	30,136	25,616	21,773	18,507	15,731
已付利息	-29,152	-24,779	-21,062	-17,903	-15,217
已付股息	-520	-367	-418	-451	-412
融资活动现金流净额	323	-1,823	711	605	514
现金及等价物净增加额	69	424	2,734	1,558	
期初现金及等价物余额	1,718	1,786	2,210	4,945	6,502
期末现金及等价物余额	1,786	2,210	4,945	6,502	7,946

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	9.1%	13.4%	10.2%	13.5%	15.0%
营业利润增长	-3.6%	18.8%	15.5%	17.4%	18.7%
归母净利润增长	-17.0%	17.5%	18.0%	18.7%	21.2%
获利能力					
毛利率	9.4%	9.4%	9.7%	9.8%	9.8%
营业利润率	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%
净利率	2.3%	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%
费用率					
销售费用率	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%
管理费用率	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	0.80	0.94	1.12	1.35
每股净资产	4.89	5.37	5.73	6.36	7.52
估值比率					
P/E	14.8	12.6	10.8	9.1	7.5
P/B	29.0	31.2	27.6	32.4	40.5
EV/EBITDA	9.8	9.4	7.8	7.0	5.6

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，10年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，6年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：波士顿大学硕士，2020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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37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	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。