

## 【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK)

### 云业务高速增长态势延续，短期投入必不可少

#### ● 中报数据及财务分析

公司发布 2019 年 H1 财报，2019 年上半年公司实现营业收入 14.85 亿元（人民币，以下皆同），同比增长 16.1%，实现归属母公司净利润 1.1 亿元，同比下降 35.4%。收入分拆看：传统软件业务实现收入 9.35 亿，同比增长 1.2%；云服务业务实现收入 5.5 亿，同比增长 54.9%。传统软件业务实现营业利润 2.12 亿，同比增长 6%；云业务实现营业利润-1.24 亿，去年同期为-0.68 亿，云业务投入加大带来的亏损增多是上半年净利润下滑的主要原因。费用方面，销售费用、研发费用均有较明显提升主要与云业务投入加大有关。截至报告期末，合同负债为 9.26 亿，2018 年末为 8.47 亿，本报告期并未单独披露合同负债中云相关负债（预收款）。经营性现金流净额为 1.89 亿，同比下降 29.47%，经营现金流下滑较为明显，现金流是云业务重要跟踪指标，该数据出现较大下滑值得留意。

#### ● 云业务高速增长态势延续，短期投入必不可少

2019 年 H1 公司云业务继续保持较快增长态势，收入同比增长 54.9%，云业务收入占比再创新高，达到 37%。金蝶云星空实现营业收入 3.84 亿，同比增长超过 50.5%，客户续费率保持在 90%，截至目前，金蝶云星空认证客户数量已超过 1.1 万家，认证用户数量 66 万人。金蝶云苍穹上半年实现营业收入 1500 万，报告期内，苍穹累计签约客户 43 家，新签客户 28 家。2019 年 H1，公司云业务投入同比有较大提升，造成云业务亏损扩大，进而带来公司整体归母净利润的较大幅度下滑。我们认为对于云转型期的公司“鱼与熊掌不可兼得”，云化业务的大力推进势必带来传统业务各方面的资源投入下降。云业务在快速发展期所需要的销售投入和产品迭代研发投入对于云业务长期可持续发展必不可少。我们小幅下调此前盈利预测，预计公司 2019 年 EPS 为 0.13 元/股（参考汇率 1 港元=0.9003 人民币），公司作为云转型类软件公司，采用分部估值方式看待公司合理价值，传统软件业务给予 15 倍 PE，2019 年匹配合理市值为 58.5 亿，云业务给予 16 倍 PS，2019 年匹配合理市值为 214 亿，综合公司 2019 年合理价值为 8.22 元人民币/股（9.13 元港币/股），维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

云 ERP 推进不达预期的风险；公司业务受经济环境带来的企业 IT 支出波动影响较大；汇率波动风险。

#### 盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万RMB)	2303.46	2808.66	3,337.04	4,083.15	5,027.91
增长率(%)	23.70%	21.93%	18.81%	22.36%	23.14%
净利润(百万RMB)	310.00	412.11	424.81	491.50	571.96
增长率(%)	7.55%	32.94%	3.1%	15.7%	16.4%
EPS (RMB/股)	0.11	0.12	0.13	0.15	0.17
市盈率 (P/E)	23.37	47.34	49.31	42.62	36.62
市净率 (P/B)	1.81	3.57	3.7	3.4	3.2

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	7.05 港元
合理价值	9.13 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-14

#### 相对市场表现



#### 分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

#### 分析师：

郑楠



SAC 执证号：S0260518010002



010-59136613



zhengnan@gf.com.cn

请注意，郑楠并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

【广发计算机&海外】金蝶国际 2019-03-14

际 (00268.HK) : 云收入增长略超预期，平台化布局初露端倪

金蝶国际 (0268.HK) : 云收入 2018-08-20

增速短期放缓，核心业务与逻辑仍强

## 中报数据及主要财务数据分析

公司发布2019年H1财报，2019年上半年公司实现营业收入14.85亿元（人民币，以下皆同），同比增长16.1%，实现归属母公司净利润1.1亿元，同比下降35.4%。

### 主要财务数据分析：

- ✓ 公司营收实现平稳增长，云业务是营收增长的核心驱动力，收入分拆看：传统软件业务实现收入9.35亿，同比增长1.2%；云服务业务实现收入5.5亿，同比增长54.9%。
- ✓ 根据公司披露的分业务数据：传统软件业务实现营业利润2.12亿，同比增长6%；云业务实现营业利润-1.24亿，去年同期为-0.68亿；云业务投入加大带来的亏损增多是上半年净利润下滑的主要原因。
- ✓ 综合毛利率为79.48%，比去年同期下降0.72个百分点。
- ✓ 费用方面：销售费用率同比上升0.9个百分点，销售推广及相关人工成本有所提升；管理费用率同比下降0.4个百分点；当期研发费用为2.52亿元，同比增长26.6%，公司加速苍穹云平台研发迭代，短期投入有所升高。
- ✓ 截至报告期末，合同负债为9.26亿，2018年末为8.47亿，本报告期并未单独披露合同负债中云相关负债（预收款）。2018年，公司根据国际财务报告准则15号修改部分资产负债表项目披露方式，新披露的合同负债包括：实施合同相关负债、客户按金相关负债、以及软件维护和云合同相关负债。
- ✓ 经营性现金流净额为1.89亿，同比下降29.47%，经营现金流下滑较为明显，仍需进一步跟踪观察。
- ✓ 期末应收账款为2.79亿，比期初小幅增长8.98%。

表1：中报财务关键数据（单位：百万元）

财报数据（百万元）	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
营业收入	913.20	1054.66	1279.1	1485.16
营业成本	188.69	209.71	253.23	304.73
销售费用	471.65	523.48	645.73	762.69
管理费用	135.98	144.25	146.08	163.44
研发费用	146.75	178.96	199.42	252.46
财务费用	17.48	14.06	-2.75	-5.44
营业利润	102.61	125.50	167.45	123.92
归属于母公司所有者的净利润	134.83	106.44	169.78	109.64
主要比率	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
毛利率	79.34%	80.12%	80.20%	79.48%
销售费用率	51.65%	49.64%	50.48%	51.35%
管理费用率	14.89%	13.68%	11.42%	11.00%

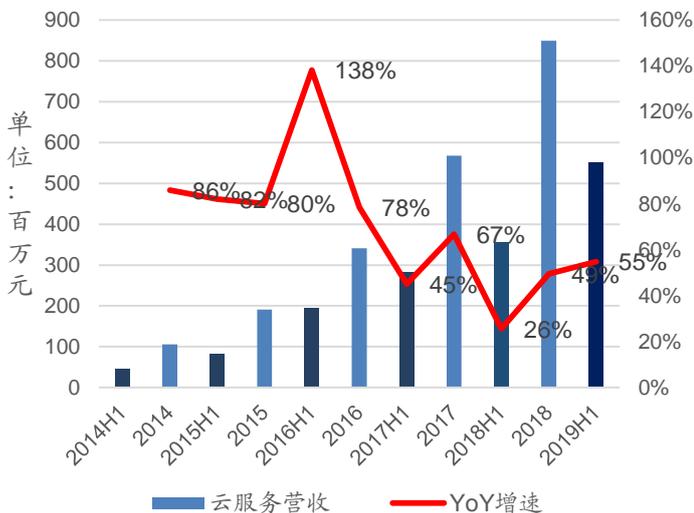
研发费用率	16.07%	16.97%	15.59%	17.00%
营业利润率	11.24%	11.90%	13.09%	8.34%
归母净利率	14.76%	10.09%	13.27%	7.38%
<b>YOY</b>	<b>2016H1</b>	<b>2017H1</b>	<b>2018H1</b>	<b>2019H1</b>
营业收入	20.48%	15.49%	21.28%	16.11%
归属于母公司所有者的净利润	47.20%	-21.06%	59.51%	-35.42%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 云业务高速增长态势延续，短期投入必不可少

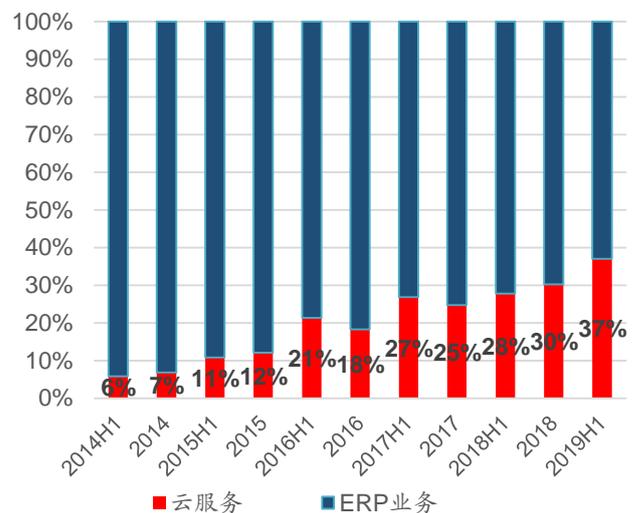
2019年H1公司云业务继续保持较快增长态势，收入同比增长54.9%。近年来，云业务收入已经成为公司营收的核心增长动力，截至2019年H1，云业务收入占比再创新高，达到37%。

图1: 金蝶云业务收入持续增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 金蝶云收入占总收入比重持续提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

分产品看:

- ✓ **金蝶云.星空:** 面向中型、快速成长型企业云产品金蝶云星空实现营业收入3.84亿，同比增长超过50.5%，客户续费率保持在90%。截至目前，金蝶云星空认证客户数量已超过1.1万家，认证用户数量66万人。报告期内，新签海康威视、方太、网易有道、小米之家等知名企业客户。
- ✓ **金蝶云.苍穹:** 面向大型企业的云服务平台金蝶云苍穹上半年实现营业收入1500万。报告期内，苍穹累计签约客户43家，新签客户28家。
- ✓ **精斗云:** 金蝶精斗云实现收入同比增长95.7%，付费客户增长超过65%，累计客户超过9500家。
- ✓ **管易云:** 管易云收入同比增长25.4%，付费客户超过4500家，续费率保持在80%以上。管易云上半年新增对接24个平台，累计对接超过110个平台。

**云转型战略坚决清晰，短期投入必不可少。**2019年H1，公司云业务投入同比有较大提升，造成云业务亏损扩大，进而带来公司整体归母净利润的较大幅度下滑。我们认为对于云转型期的公司“鱼与熊掌不可兼得”，云化业务的大力推进势必带来传统业务各方面的资源投入下降。云业务在快速发展期所需要的销售投入和产品迭代研发投入对于云业务长期可持续发展必不可少。

**金蝶云星空继续快速增长，中型企业云ERP市场继续看好。**我们此前持续看好面向中型、快速成长型企业的云ERP市场，中型、快速成长性企业出于其行业发展特点和业务属性对云ERP具有较强需求（云ERP具备成本优势、弹性扩展能力、快速部署等优势）。金蝶云星空2019年H1增速达到50.5%，继续保持高速增长态势。我们认为金蝶云星空已经在中型云ERP市场构建了较强的先发优势和品牌壁垒，继续看好金蝶云星空的发展潜力。

**金蝶云苍穹生态逐步丰富，产品仍需持续打磨。**报告期内，金蝶云苍穹开展了多家平台生态伙伴，内外部运行的SaaS应用数量超过50个，未来仍将继续投入吸引更多平台生态伙伴加入。短期看，金蝶云苍穹作为年轻的平台级云ERP产品，我们认为仍需耐心打磨，生态的形成和丰富也都需要时间，长期看，其产品技术和开发生态如能获得客户和市场认可，大型企业市场所特有的高粘性、高用户价值特性无疑将给金蝶带来更大的市场机遇。

## 投资建议与风险提示

### 盈利预测:

#### 收入假设:

1. 传统软件业务: 考虑公司战略重心将全面切入云转型，传统软件业务预计各方面资源投入有限，考虑部分客户迁移至对应云产品影响，预计19-21年该部分收入基本与2018年持平，小幅下调此前该部分收入增长预期。
2. 云业务: 公司的云业务近年来保持高速增长趋势，公司战略聚焦将持续投入云业务发展，预计云业务收入增速仍将保持较快增长。其中金蝶云星空作为中型企业云ERP市场的龙头产品，预计其强势增长势头仍将维持；金蝶云苍穹，随着产品打磨逐渐完善，预计其收入将逐步体现。预计未来三年云业务收入仍将保持高速增长态势，增速逐年小幅放缓。

#### 毛利率:

预计公司综合毛利率基本维持稳定。

#### 费用率:

星空云、苍穹云等云产品，研发迭代持续进行预计短期研发投入仍将较高；云产品销售、生态伙伴推广等销售活动力度预计将持续加大，销售费用率预计相比2018年有所提升，未来三年基本仍将保持较高水平。综合预计2019、2020年销售、管理、研发费用将向云业务倾斜，整体将保持较高水平，2021年随着云业务逐步进入发展稳态，费用率有望小幅下降。

综合预计公司未来三年收入增速分别为18.81%、22.36%、23.14%，净利润增速分别为3.1%、15.7%、16.4%，2019年EPS为0.13元/股。

公司作为传统软件公司积极云端转型，我们认为应采用分部估值方式评估公司合理价值，即传统软件业务用PE估值、云业务采用PS估值：

#### 传统软件业务估值：

传统软件业务商业模式是计算机行业较为成熟的商业模式，相关公司估值通常采用PE估值，传统软件业务我们选取A股公司鼎捷软件，美股公司Oracle、SAP作为参考（港股无相似公司）。考虑金蝶国际传统软件业务当前发展阶段，我们对金蝶国际传统软件业务给予15倍PE，预计传统软件业务2019年实现净利润为3.9亿，传统业务2019年合理市值为58.5亿。

表 2：传统软件业务可比公司估值(截至 2019 年 8 月 13 日)

	代码	公司名称	2018 收入 (百万元)	2018 净利润(百万元)	总市值 (亿元)	PE <sup>TTM</sup>
美股 (USD)	SAP.N	SAP	28251	4667	1484	41.9
	ORCL.N	ORACLE	39506	11083	1801	16.2
A 股 (RMB)	600588.SH	用友网络	7703	612	657.50	87.2
	300378.SZ	鼎捷软件	1342	79	38.85	43.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### 云业务估值

云服务SaaS类公司由于其订阅式付费的特性，对于新增客户其成本当期确认，收入则延期确认，体现在财务报表上往往当期销售、管理费用率较高影响当期净利润，因此收入的持续增长是衡量SaaS公司价值的重要指标，目前行业普遍采用PS估值，且PS倍数与收入增速呈正相关性。

云业务同类公司对比分析，金蝶云业务在国内厂商中处于领先地位，国内A股、港股均没有可对标公司，大部分优质SaaS公司处于创业期尚未上市。我们选取美股Salesforce、WorkDay、ServiceNow、以及已经被Oracle收购的NetSuite四家公司作为参考。下表可以看到，参考公司收入增速越高年份则相应的PS越高：Salesforce作为SaaS行业龙头，目前已经进入收入稳定增长期，PS区间约为7-10倍；而ServiceNow、ZenDesk在收入增速70%以上年份的PS均在20倍以上，NetSuite在收入增速最高的年份PS也在20倍以上。

综合，考虑金蝶云业务仍处于高速发展期，以及金蝶在国产云ERP的领先地位，我们给予金蝶云业务16倍PS估值，预计2019年金蝶云收入为13.39亿元，云业务2019年合理市值为214亿元。

表 3：云业务可比公司历史市销率变化

		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
Salesforce	PS	8.3	10.5	10.9	9.2	9.7	7.2	8.8	10.0
	收入增速	37%	35%	33%	32%	24%	26%	25%	26%
Netsuite	PS	14.3	20.4	24.9	20.2	12.1	-	-	-
	收入增速	22%	31%	34%	34%	33%	-	-	-
Servicenow	PS	-	40.0	31.9	23.7	20.2	12.3	16.2	16.5
	收入增速	114%	163%	74%	61%	47%	38%	39%	36%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

Zendesk	PS	-	-	-	23.7	18.5	9.7	11.0	14.5
	收入增速	-	-	88%	76%	64%	49%	38%	39%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

综上计算,我们认为金蝶国际2019年合理市值约为272.5亿元(人民币),对应合理价值为8.22元人民币/股(9.13元港币/股),维持“买入”评级。

**风险提示:**

- 云ERP推进不达预期的风险。
- 公司业务受经济环境带来的企业IT支出波动影响较大。
- 汇率波动风险。

**资产负债表**

单位：人民币百万

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3534	3,160	3,649	4,390	5,108
货币资金	1057	1,453	1,845	2,522	3,157
应收及预付	752	287	278	340	419
存货	14	8	14	17	20
其他流动资产	1710	1,412	1,511	1,511	1,511
<b>非流动资产</b>	3268	4,419	4,184	4,128	4,175
长期股权投资	0	234	230	226	222
固定资产	510	490	511	530	545
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	817	900	524	323	216
其他长期资产	1941	2,795	2,918	3,049	3,191
<b>资产总计</b>	6802	7,579	7,832	8,518	9,283
<b>流动负债</b>	1405	1,867	1,998	2,221	2,503
应付及预收	1052	617	998	1,221	1,503
其他流动负债	198	949	1,000	1,000	1,000
<b>非流动负债</b>	1354	179	80	155	219
长期借款	1194	0	80	155	219
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	161	179	0	0	0
<b>负债合计</b>	2759	2,046	2,078	2,376	2,722
股本	72	80	80	80	80
资本公积	695	565	990	1,482	2,054
留存收益	3229	4,821	4,821	4,821	4,821
归属母公司股东权	3995	5,466	5,691	6,082	6,504
少数股东权益	48	67	64	60	56
<b>负债和股东权益</b>	6802	7,579	7,832	8,518	9,283

**现金流量表**

单位：人民币百万

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	824	906	1,084	965	996
净利润	324	409	422	488	568
折旧摊销	385	423	487	315	224
营运资金变动	319	416	336	158	200
其它	-204	-343	-160	4	4
<b>投资活动现金流</b>	-971	-386	-256	-263	-274
资本支出	-377	-406	-154	-132	-132
投资变动	-178	-251	-102	-131	-142
其他	-416	271	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-236	-140	-436	-25	-86
银行借款	-80	-258	-221	75	64
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	-156	-203	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-383	380	393	676	635
期初现金余额	1465	1,057	1,453	1,845	2,522
期末现金余额	1082	1,437	1,845	2,522	3,157

**主要财务比率**

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.7%	21.9%	18.8%	22.4%	23.1%
归属于母公司净利润	7.6%	32.9%	3.1%	15.7%	16.4%
<b>获利能力</b>					
获利能力(%)	81.3%	81.5%	81.4%	81.4%	81.4%
毛利率	11.6%	14.0%	12.6%	12.0%	11.3%
ROE	7.8%	7.5%	7.5%	8.1%	8.8%
ROIC	24.6%	35.1%	47.7%	65.9%	97.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.6%	27.0%	26.5%	27.9%	29.3%
净负债比率	7.2%	-24.6%	-34.4	-42.0	-48.0
流动比率	2.52	1.69	1.83	1.98	2.04
速动比率	2.51	1.69	1.82	1.97	2.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.39	0.43	0.50	0.56
应收账款周转率	3.15	5.41	12.17	12.17	12.17
存货周转率	42.05	45.73	45.73	45.73	45.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.11	0.12	0.13	0.15	0.17
每股经营现金流	0.28	0.27	0.33	0.29	0.30
每股净资产	55.80	1.66	1.72	1.84	1.97
<b>估值比率</b>					
P/E	33.0	47.3	49.3	42.6	36.6
P/B	2.6	3.6	3.7	3.4	3.2

**利润表**

单位：人民币百万

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2303	2809	3337	4083	5028
营业成本	427	514	621	759	935
其他收入及收益	446	437	501	559	601
销售费用	1236	1491	1802	2205	2710
管理费用	666	740	934	1139	1358
财务费用	27	1	15	0	0
其他费用及亏损	0	48	0	0	0
投资净收益	-15	-4	-4	-4	-4
<b>利润总额</b>	378	448	462	534	622
所得税	55	39	40	46	54
<b>净利润</b>	324	409	422	488	568
少数股东损益	14	-3	-3	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	310	412	425	492	572
EBITDA	784	865	913	780	755
EPS(元)	0.11	0.12	0.13	0.15	0.17

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理  
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从  
事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6  
年，2017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。