

# 敏华控股(01999.HK)

## 中期业绩靓丽，软体龙头开启成长新篇章

### 核心观点：

- 公司发布 2021 财年中中期业绩公告，上半财年实现营收 66.37 亿港元，同比增长 18.7%；归母净利润 7.49 亿港元，同比增长 6.2%，扣非归母净利润同比增长 14.9%，剔除汇兑损益后的扣非归母净利润同比增长 26.3%。公司业绩增长靓丽，分红比例上升 12.8pct 至 50.7%。
- 内销增长强劲。上半财年内销收入同比增长 44.8%，剔除铁架后同比增长 54.7%（人民币口径）。敏华提升产品力（性价比与款式），加速线下扩张（门店净增 658 家），加大终端补贴（装修补贴返利），加强线上布局（线上收入同比增长 67%），市占率与渗透率双重提升。
- 外销逐渐回暖。H1 北美收入同比下滑 1.8%，虽受疫情影响，但当前需求迅速恢复，且越南基本覆盖对美产能、不受关税影响，故公司受益于沙发出口集中度提升。H1 欧洲及其他地区收入同比下滑 19.8%。H1 其他业务收入同比下滑 40.8%，主要因房地产销售收入下滑。
- 费用投放略有承压。① 毛利率同比持平，内销毛利率同比下降 2.5pct，主要系经销商装修材料和折扣返点直接抵扣收入，北美毛利率基本持平；② 销售费用率同比提升 0.4pct，广告推广增加。③ 其他损益由收益 0.8 亿港元转为亏损 0.8 亿港元，主要系汇兑损失以及债券公允价值亏损。所得税率下降 4.8pct 至 14.4%，主要因递延税项所致。
- 引入职业经理人，治理结构更加合理。近日公司聘请冯国华先生为 CEO，改善治理结构，未来有望发力信息化建设，助力内销扩张。
- 盈利预测：敏华护城河深，内销加速改革，预计 FY21-FY23 敏华归母净利分别 18.9/24.2/29.9 亿港元，同比分别增长 15.6%/28.0%/23.4%。公司内销零售占比上升，有望上移估值中枢，给予敏华控股 2022 财年 PE 估值 25x，对应合理价值为 15.93 港元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示：地产销售大幅下滑，原材料大幅涨价，拓品类不及预期。

### 盈利预测（2018-2022 对应公司 2019 财年-2023 财年）：

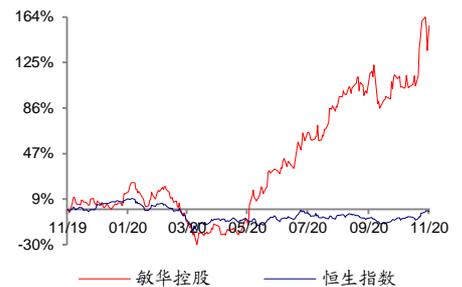
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,443.96	12,333.74	14,945.90	18,887.24	22,861.73
增长率（%）	13.0%	7.8%	21.2%	26.4%	21.0%
EBITDA（百万元）	1,845.28	2,290.31	2,331.15	2,953.06	3,621.38
归母净利润（百万元）	1,363.80	1,638.07	1,893.57	2,423.05	2,989.50
增长率（%）	-11.2%	20.1%	15.6%	28.0%	23.4%
EPS（元/股）	0.36	0.43	0.50	0.64	0.79
市盈率（P/E）	12.90	9.85	26.95	21.06	17.07
ROE（%）	21.9%	24.4%	22.0%	22.0%	21.3%
EV/EBITDA	11.22	7.90	19.74	15.32	12.02

备注：上表货币单位为港元；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	13.42 港元
合理价值	15.93 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-16

### 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：

- 【广发轻工&海外】敏华控股 2020-01-09 (01999.HK)：内销持续良好增长，回购股份彰显信心
- 【广发轻工&海外】敏华控股 2019-11-18 (01999.HK)：内销提速、盈利改善，下半财年北美市场好转在即

敏华控股发布FY2021中期业绩公告，实现营收66.37亿港元，同比增长18.7%；归母净利润7.49亿港元，同比增长6.2%，扣非归母净利润同比增长14.9%（主要非经常损益系债券公允价值亏损等），剔除汇兑损益后的扣非归母净利润同比增长26.3%。公司业绩增长靓丽，此外分红比例上升12.8pct至50.7%。

## 一、内销收入增长强劲，产品、渠道均有改善

根据敏华投资者交流PPT，内销收入同比增长44.8%至41.93亿港元，占整体收入比重上升11.4pct至63.2%，剔除铁架后的内销收入同比增长54.7%（人民币口径）。敏华内销革新卓有成效。

产品方面，对于沙发，公司改造核心部件，推出高性价比、时尚小巧的产品，丰富产品系列矩阵，同时打造单椅爆品、形成品牌宣传效应；对于床垫，公司夯实性价比优势，与沙发协同扩张，凭借强渠道势能与品牌张力实现高增。

渠道方面，敏华加速线下扩张（门店净增658家至3532家，往年净增200家左右）、加大终端补贴（经销商让利、装修材料补贴、地推活动投入、CRM系统建设）、加强线上布局（线上/线下收入同比分别增长67%/51%），结合机场安检框的营销推动功能沙发抢占消费者心智，实现市占率与功能沙发渗透率双重提升。

## 二、外销收入逐渐回暖，对美订单需求旺盛

北美地区，收入同比下滑1.8%，其中美国收入同比下降1.0%。虽受疫情影响H1承压，但疫情好转后沙发海外需求迅速恢复，而且越南基本覆盖对美产能，不受关税影响，所以公司受益于沙发出口集中度提升，订单需求旺盛。

欧洲及其他地区，收入同比下滑19.8%，其中欧洲收入同比下滑16.4%，欧洲市场分散，布局具备难度，但疫情后也呈现回暖态势。

其他业务收入同比下滑40.8%，主要因一次性确认的房地产销售收入下滑。

## 三、毛利率基本持平，销售费用率略有提升

毛利率同比持平于35.0%，内销毛利率同比下降2.5pct，主要系对经销商的装修材料和折扣返点直接抵扣收入，但原材料降价和生产效率提升一定程度缓解盈利压力（真皮/化学品均价同比分别下滑8.4%/8.5%）。北美毛利率同比提升0.1pct，虽然前期越南工厂开工率不足带来折旧压力，但产能转移至越南免除关税让利，使毛利率达到持平。Home Group毛利率提升8.9pct，预计与协同管理加强有关。

销售费用率同比提升0.4pct至17.5%，主要系广告推广费占比提升0.7pct。管理费用率基本持平，财务费用率下降。

其他损益由收益7680万港元转为亏损7655万港元，主要系汇兑损失以及债券公允价值亏损。所得税率下降4.8pct至14.4%，主要因递延税项所致。

营运质量方面，资产负债率较财年初下降1.6pct，营运质量持续好转，而且由此推动派息比率上升12.8pct至50.7%，未来有望进一步提升。

## 四、预判FY20内销快速增长，外销稳健向上

### (1) 内销来看，好赛道的优质龙头，敏华增长驱动力足。

行业角度看，沙发行业整体来看，龙头品牌红利释放、渠道势能突出，叠加疫情下小厂加速退出，催化行业集中度向上；功能沙发子行业来看，品类尚处成长期，高舒适度特征推动其渗透率提升（根据敏华投资者交流PPT所引用的弗若斯特沙利文数据，当前我国功能沙发渗透率14%，对比美国42%）。

公司角度看，敏华改革内销抓住成长机遇，其一，改善产品，通过中枢部件工艺改革和供应链的进一步夯实，在盈利能力保障稳定的基础上，公司迭代产品SKU，推出时尚小巧的欧式产品；提升产品性价比，扩大客户覆盖范围。其二，拓展渠道，线下方面，在产品改善和消费者心智培育到位后，公司将渠道扩张作为今年战略重点，加密一二线网点并挖掘三四线潜力，同时加大经销商让利和活动补贴来推动终端增长；线上方面，充分把握直播、短视频等流量入口，借助功能单椅的爆品禀赋，实现销售额与品牌力双重提升，开店红利将在明年进一步释放。其三，延伸品类，床垫软床开始放量，不仅与沙发共同开店、享受引流带单，而且延伸上游供应链，产品性价比高，在标品行业具备竞争优势，有望成为第二支柱。

### (2) 外销来看，贸易摩擦与疫情催化出口集中度提升。

中国沙发供应链成熟、性价比高，很难被其他出口国替代；关税加征后出口小厂亏损退出，带来需求缺口。而敏华最先将产能转移至海外，目前越南基地基本覆盖对美出口，受益于出口集中度提升。此外，前期受疫情影响出口订单下滑，但当前疫情好转后，沙发刚性需求持续释放，敏华出口订单有望稳健增长。

### (3) 盈利能力H2有望改善

公司H1盈利能力略有压力，主要因汇兑损失以及债券公允价值变动损失，以及内销扩张期公司加大降价让利和营销推广的力度，从而在疫情小厂退出的窗口期快速抢占市场。H2公司盈利能力有望回暖，一方面，经销商进货返点和营销补助在疫情回暖后陆续减少，另一方面，内外销产品当前陆续涨价，而且原材料TDI等价格已有回落趋势，影响可控。

### (4) 引入职业经理人，改善治理结构

公司近期聘请冯国华先生为CEO，引入职业经理人制度使治理结构更加合理。冯国华先生曾就职于IBM、微软等机构，对于信息化建设颇有建树，未来敏华将持续发力CRM系统等前后端信息化，助力公司内销的快速扩张。

## 五、盈利预测与估值

敏华盈利预测较前篇报告提升，一方面因公司门店拓展超前期预期，推动内销加速增长；另一方面因外销疫情之后需求恢复超前期预期。

(1) 沙发内销方面，公司开店加速，我们预计全年净开沙发门店500-600家，而且公司通过折扣返点、地推投入等改善终端，我们预计FY21全年同店增速在20%左右，FY22-FY23我们预计公司保持每年净增500家以上的开店速度，同时

CRM信息化系统支撑单店收入稳定，因此预计沙发内销收入增长28%/23%；

(2) 沙发外销方面，疫情后回暖加速，北美地区贸易战出口小厂退出带来集中度提升，敏华订单旺盛，同时考虑疫情影响，我们预计FY21全年北美收入同比增长15%，FY22-FY23分别同比增长20%左右。欧洲及其他地区恢复较慢，我们预计FY21欧洲及其他地区收入同比增5%，FY22-FY23分别同比增长15%左右；

(3) 床具方面，协同效应显著，开店拓展迅速，我们预计全年净增门店400家左右，而且沙发强势带单推动床垫同店向上增长，我们预计FY21全年同店增速在20%左右，由于床具基数相对较低，我们预计FY21全年床具同比增长70%以上，预计FY22-FY23床具收入分别同比增长43%/33%。

(4) 其他业务中，房地产收入一次性确认，FY20确认7.5亿港元，预计FY21房地产收入降至4亿港元，FY22-FY23房地产收入同比分别为2亿/1.5亿港元。

表 1: 敏华控股盈利预测 (货币: 港币)

	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
内销沙发 (百万港元)	2,874	3,890	4,010	4,114	5,979	7,662
YOY	36.9%	35.4%	3.1%	2.6%	45.3%	28.1%
北美沙发 (百万港元)	3,472	3,560	3,964	3,327	3,826	4,591
YOY	-13.1%	2.6%	11.3%	-16.1%	15.0%	20.0%
欧洲及其他地区沙发 (百万港元)	636	625	641	714	750	863
YOY	-19.4%	-1.8%	2.6%	11.4%	5.0%	15.0%
床具 (百万港元)	251	475	531	1,240	2,112	3,027
YOY	48.9%	89.5%	11.7%	133.5%	70.4%	43.3%
Home Group (百万港元)	202	870	824	744	781	859
YOY		329.7%	-5.3%	-9.7%	5.0%	10.0%
江苏钰龙 (百万港元)		154	603	573	601	661
YOY			291.2%	-5.0%	5.0%	10.0%
其他业务 (百万港元)	451	685	1,433	716	1,044	1,081
YOY	31.3%	51.8%	109.0%	-50.0%	45.7%	3.6%
营业收入 (百万港元)	10,027	11,258	12,144	14,766	18,707	22,682
YOY	28.9%	12.3%	7.9%	21.6%	26.7%	21.2%

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

**毛利率:** 预计FY21-FY23公司毛利率分别为36.9%/37.1%/37.4%。其中:

(1) 沙发: 预计FY21-FY23年毛利率分别达38.6%/38.8%/38.9%，主要受益于产品迭代和终端统一涨价。(2) 床具: 预计FY21-FY23年毛利率均约38.5%左右，产品降价同时费用控制较好。其他品类毛利率基本稳定。

公司港股上市，无可参考的可比上市公司，历史估值来看，近五年PE (TTM) 在10X-20X区间波动。但历史上制约公司估值的主要是这样几个因素: ① 过去外销代工收入占比50%+, 内销虽也有增长但并不是公司主要着力点，而外销代工企业中枢估值相对于内销零售企业较低; ② 公司过去内销优势主要是规模优势和产业链延伸带来的高性价比，而产品SKU少且迭代慢，再加上渠道基本为经销模式，不直接接触市场，形成一定的发展桎梏; ③ FY18-FY19公司由于外销竞争加剧、内销地产低迷而业绩承压，净利润连续两年下滑。

当前来看，公司具备上移估值中枢的条件：①FY21H1公司内销收入占比已超60%，且贸易战公司明确战略信号，将重心转移至国内，内销增速远超外销；②今年开始，公司内销零售端做了加速布局，其一，开店明显加速（半年开658家，对应往年每年开200家），接触更多的消费者；其二，门店信息化（CRM系统）逐步完善，直接收集客户画像与终端数据，掌握需求从而改善产品，对比小企基本无信息化；其三，公司赋能线下活动与发力线上营销，转型零售思维，而且转型成效显著，例如公司FY21H1线下单店提货额同比增长20%以上（单店提货额计算方法：H1内销线下收入/H1始末门店数平均值）；③公司FY21H1即使受疫情影响，营业收入/归母净利润同比增速仍有19%/6%，扣非后归母净利润同比增速有15%，而我们预计FY21-FY23归母净利润同比增速分别为16%/28%/23%，按照未来FY21-FY23复合增速和FY22的PE估值，计算PEG<1。

图1：敏华控股PE-Bands（单位：港元/股）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综上，预计FY21-FY23敏华归母净利润分别为18.9/24.2/29.9亿港元，同比分别增长15.6%/28.0%/23.4%；EPS分别为0.50/0.64/0.79港元/股。给予敏华控股2021年PE估值25x，对应合理价值为15.93港元/股，给予“买入”评级。

## 六、风险提示

### （一）地产销售超预期下滑

当前地产竣工需求释放，未来随着房住不炒政策持续推进，地产销售可能面临压力，甚至出现下滑，影响产业链上家居需求。

### （二）原材料大幅涨价

由于需求旺盛，海绵上游TDI与MDI近几月大幅涨价，盈利端形成一定压力。

### （三）新品类拓展不及预期

公司床具属于新品类，公司加快床具协同开店，同时收购智能床等小品牌，但有可能存在床具门店扩张过快带来潜在的经营问题。

至 3 月 31 日	单位: 百万港元				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5,437	5,666	5,934	8,078	11,922
货币资金	1,562	2,020	1,278	2,244	4,905
应收及预付	1,256	1,211	1,472	1,865	2,261
存货	1,787	1,731	2,088	2,635	3,182
其他流动资产	830	705	1,096	1,334	1,574
<b>非流动资产</b>	7,522	7,548	7,308	7,077	6,856
固定资产	3,951	3,922	3,785	3,653	3,527
无形资产	2,944	2,941	2,843	2,749	2,658
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他	627	684	680	675	671
<b>资产总计</b>	12,958	13,214	13,242	15,155	18,778
<b>流动负债</b>	5,178	5,120	3,292	2,782	3,366
短期借款	3,142	3,277	1,091	0	0
应付账款	678	967	1,167	1,472	1,778
其他	1,358	875	1,034	1,310	1,588
<b>非流动负债</b>	1,091	862	762	682	632
长期借款	933	702	602	522	472
租赁负债	0	0	0	0	0
其他	158	160	160	160	160
<b>负债合计</b>	6,269	5,981	4,053	3,463	3,997
少数股东权益	503	529	591	671	770
股本	1,529	1,518	1,518	1,518	1,518
留存收益和资本公积	4,657	5,186	7,079	9,502	12,492
归属母公司股东权益	6,186	6,704	8,598	11,021	14,010
股东权益	6,689	7,233	9,189	11,692	14,780
<b>负债和股东权益</b>	12,958	13,214	13,242	15,155	18,778

至 3 月 31 日	单位: 百万港元				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	11,444	12,334	14,946	18,887	22,862
营业成本	7,421	7,727	9,322	11,762	14,205
销售费用	1,806	2,002	2,540	3,236	3,901
管理费用	550	622	753	935	1,134
财务费用	26	94	181	42	-42
<b>营业利润</b>	1,666	1,980	2,331	2,953	3,621
利润总额	1,716	2,109	2,329	3,090	3,813
所得税	311	417	373	587	724
<b>净利润</b>	1,405	1,692	1,956	2,503	3,088
少数股东损益	41	54	63	80	99
<b>归属母公司净利润</b>	1,364	1,638	1,894	2,423	2,989
EBITDA	1,845	2,290	2,606	3,219	3,878
EPS (港元)	0.36	0.43	0.50	0.64	0.79

至 3 月 31 日	单位: 百万港元				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1,477	2,682	1,616	2,072	2,627
净利润	706	1,638	1,894	2,423	2,989
折旧摊销	176	311	275	266	257
少数股东损益	28	54	63	80	99
营运资金变动及其他	567	680	-615	-697	-718
<b>投资活动现金流</b>	-468	-686	141	142	113
资本支出	-542	-841	-40	-40	-40
投资变动	74	155	181	182	153
<b>筹资活动现金流</b>	-732	-1,285	-2,500	-1,249	-80
借款增加	1,859	-573	-2,286	-1,171	-50
普通股增加	-47	-129	0	0	0
已付股利	-229	-496	-214	-77	-30
其他	-2,315	-86	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	124	582	-742	966	2,660
期初现金余额	1,407	1,438	2,020	1,278	2,244
期末现金余额	1,438	2,020	1,278	2,244	4,905

## 主要财务比率

至 3 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	13.04%	7.78%	21.18%	26.37%	21.04%
营业利润增长	18.66%	18.85%	17.75%	26.68%	22.63%
归母净利润增长	-11.21%	20.11%	15.60%	27.96%	23.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.98%	36.38%	36.87%	37.12%	37.37%
净利率	12.75%	13.72%	13.09%	13.25%	13.51%
ROE	21.91%	24.43%	22.02%	21.99%	21.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.91%	45.26%	30.61%	22.85%	21.29%
净负债比率	37.57%	27.09%	4.52%	-14.73%	-29.99%
流动比率	1.20	1.11	1.80	2.90	3.54
速动比率	0.76	0.76	1.12	1.89	2.53
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.93	1.13	1.25	1.22
应收账款周转率	4.45	10.03	10.03	10.03	10.03
存货周转率	5.36	7.99	7.99	7.99	7.99
<b>每股指标 (港元)</b>					
每股收益	0.36	0.43	0.50	0.64	0.79
每股经营现金流	0.39	0.71	0.43	0.54	0.69
每股净资产	1.76	1.90	2.42	3.07	3.89
<b>估值比率</b>					
P/E	12.90	9.85	26.95	21.06	17.07
P/B	2.62	2.23	5.55	4.37	3.45
EV/EBITDA	11.22	7.90	19.74	15.32	12.02

## 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。

陆逸：资深分析师，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。

张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，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。