

国检集团 (603060.SH)

工程检测龙头经营持续改善，高管增持进一步彰显信心

核心观点：

- **公司层面：经营情况持续改善，高管增持彰显信心。**11月19日公司公告，公司董事长马总、总经理朱总及董秘宋总等公司高管以自有资金从二级市场买入公司股票，这是公司上市以来公司高管首次增持，表明公司高管对公司未来持续稳定发展的信心。从公司近期经营情况看，公司20Q1-3营业收入8.49亿元，同比增长15.70%，归母净利润1.15亿元，同比下降12.98%，扣非净利润0.99亿元，同比下降1.86%。分季度看，Q1/Q2/Q3收入增速分别为-21%/+18%/+45%，归母净利润增速分别为-258%/+14%/+79%，扣非归母净利润增速分别为-389%/+28%/+116%，公司Q3公司收入及业绩出现明显改观，Q4公司业绩有望进一步加速，看好全年实现利润总额3.20亿元的目标。
- **行业层面：检测行业长期保持高增，龙头市占率有望提升。**市场监管总局发布的2019年度检验检测服务业统计结果显示，2019年检测实现营业收入3225.09亿元，总同比增长14.75%，继续保持高增，其中，建筑工程检测与建筑材料检测市场规模分别为544亿元与300亿元，19年同比增速为19.5%/11.9%，建工与建材检测两个领域仍为检测行业最大的两个细分赛道，龙头公司增长潜力较大。国检集团围绕“跨区域，跨领域”发展战略，通过联合重组广州京诚，可快速实现公司环境检测业务全国布局，同时提高环境检测业务的市场占有率，环境检测业务也将成为国检集团继建材建工检测板块之外第二大检测板块。
- **盈利预测及投资建议。**在股权激励背景下，公司增长动力充足，未考虑收购影响，预计公司20-22年分别实现归母净利润2.51/3.14/3.90亿元。参考A股检测上市公司估值水平以及公司自身业绩的成长性和确定性，维持此前25元/股合理价值的观点不变，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、项目进展不及预期、并购整合风险等。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	985	1,107	1,329	1,665	2,055
增长率(%)	30.9	12.4	20.1	25.2	23.5
EBITDA(百万元)	262	284	344	452	574
归母净利润(百万元)	201	208	251	314	390
增长率(%)	39.4	3.7	20.5	25.1	23.9
EPS(元/股)	0.91	0.68	0.58	0.73	0.90
市盈率(P/E)	21.35	35.89	34.41	27.49	22.18
ROE(%)	16.76	16.57	15.73	16.45	16.93
EV/EBITDA	15.27	25.24	23.58	17.73	13.61

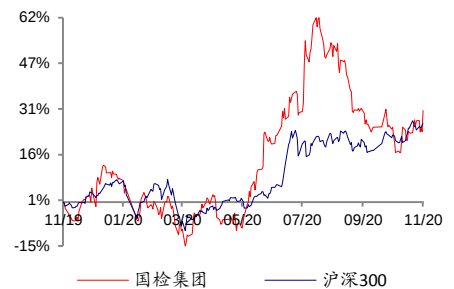
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	20.04元
合理价值	25.00元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-23

相对市场表现



分析师：

尉凯旋



SAC 执证号：S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688

xielu@gf.com.cn

请注意，尉凯旋、邹戈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：

国检集团(603060.SH):Q2	2020-08-20
业绩改善，收购广州京诚继续推进外延发展	
国检集团(603060.SH):拟	2020-07-27
收购广州京诚，跨区域、跨领域战略加速推进	
国检集团(603060.SH):业	2020-03-30
绩符合预期，疫情不改全年增长目标	

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司层面：经营情况持续改善，高管增持彰显信心	4
（一）高管增持彰显信心	4
（二）内生经营环比改善	4
（三）外延并购继续加速	5
二、行业层面：检测行业长期保持高增，龙头市占率有望提升	6
（一）检测行业长期保持高增	6
（二）事业单位改制加速	6
（三）私营检测机构增长势头强劲	7
（四）检测机构集约化发展势头显著	7
（五）政府指令性业务持续下降	8
（六）龙头企业市占率提升	8
三、投资建议	10
四、风险提示	10

图表索引

图 1: 公司历年营业收入及同比增速	4
图 2: 公司历年归母净利润及同比增速	4
图 3: 公司历年毛利率及净利率	5
图 4: 公司历年费用率	5
图 5: 公司历年经营性现金流净额	5
图 6: 公司历年资产负债率	5
图 7: 检验检测行业收入及同比增速	6
图 8: 检验检测行业机构数量及同比增速	6
图 9: 事业单位制检测机构比重	6
图 10: 检验检测机构属性 (2019 年)	6
图 11: 检测机构所有制结构	7
图 12: 私营检测机构数量及增速	7
图 13: 各规模检测机构营业收入占比 (2019 年)	8
图 14: 各规模检测机构数量占比 (2019 年)	8
图 15: 对外提供检测报告类型 (百万份)	8
图 16: 检测机构数量行业分布 (2019 年) (单位: 个)	9
图 17: 检测机构收入行业分布 (2019 年) (单位: 亿元)	9
图 18: 检测机构收入行业分布 (2019 年) (单位: 亿元)	9

表 1: 公司部分董事、监事、高级管理人员买入公司股票情况	4
-------------------------------------	---

一、公司层面：经营情况持续改善，高管增持彰显信心

（一）高管增持彰显信心

11月19日公司公告，公司董事长马总、总经理朱总及董秘宋总等公司高管于 2020 年11月19日以自有资金从二级市场买入公司A股股票，这是公司上市以来公司高管首次增持，表明公司高管对公司未来持续稳定发展的信心及对公司价值的认同，有助于促进公司持续、稳定、健康发展以及增强投资者信心。

表 1: 公司部分董事、监事、高级管理人员买入公司股票情况

姓名	职务	本次买入前持股数（股）	买入数量（股）	本次买入后持股数（股）	买入价格（元/股）
马振珠	董事长	0	35000	35000	18.88
朱连滨	总经理	0	12000	12000	18.96
石新勇	纪委书记	0	2000	2000	18.90
宋开森	副总经理、董秘	0	10000	10000	18.93
吴辉廷	职工监事	2156	2600	4756	18.97

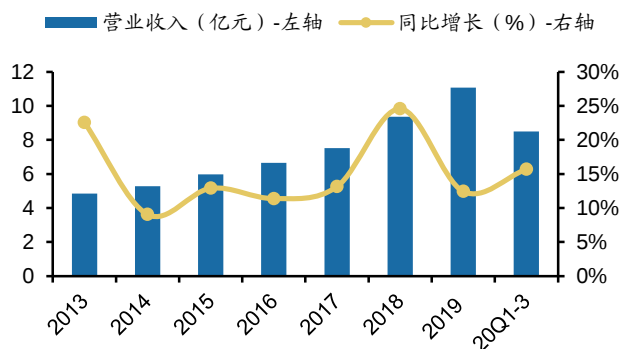
数据来源：11月19日公司公告、广发证券发展研究中心

（二）内生经营环比改善

20Q1-3营业收入8.49亿元，同比增长15.70%，归母净利润1.15亿元，同比下降12.98%，扣非净利润0.99亿元，同比下降1.86%。分季度看，Q1/Q2/Q3收入增速分别为-21%/+18%/+45%，归母净利润增速分别-258%/+14%/+79%，扣非归母净利润增速分别-389%/+28%/+116%，公司Q3公司收入及业绩出现明显改观。

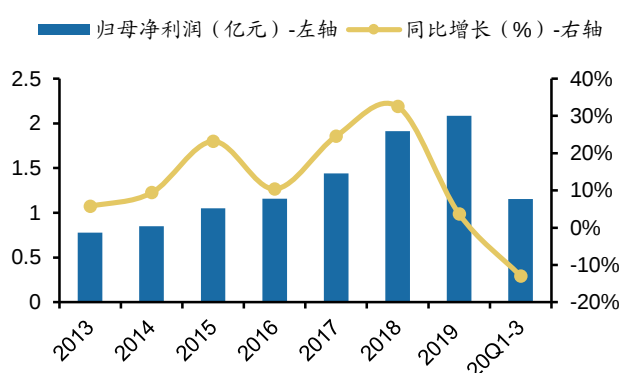
公司20Q1-Q3毛利率/净利率分别为43.69%/15.30%，较19Q1-3分别下降1.0%/3.1%。现金流方面，20Q1-3经营性现金流净额为1.31亿元，同比增加0.64亿元，其中Q3经营性现金流量净额1.05亿元，同比增加0.82亿元。整体而言，公司Q2已恢复正常运营，Q3保持稳定增长。此外，20Q3末资产负债率为31.7%，仍处于低位。

图 1: 公司历年营业收入及同比增速



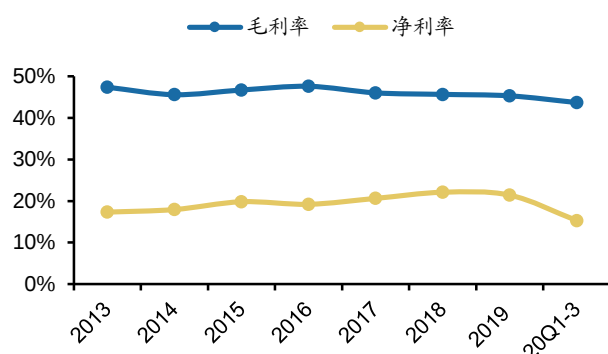
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2: 公司历年归母净利润及同比增速



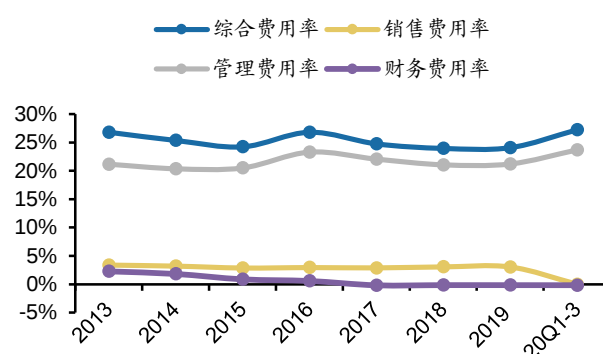
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 3：公司历年毛利率及净利率



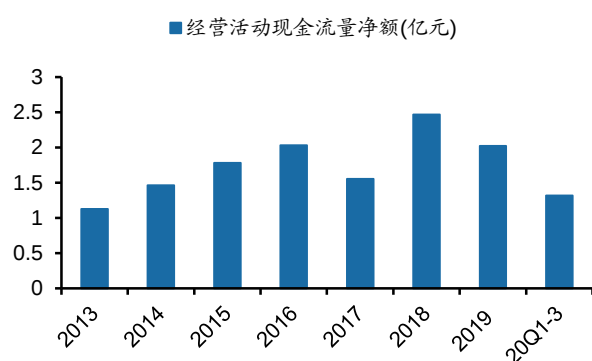
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：公司历年费用率



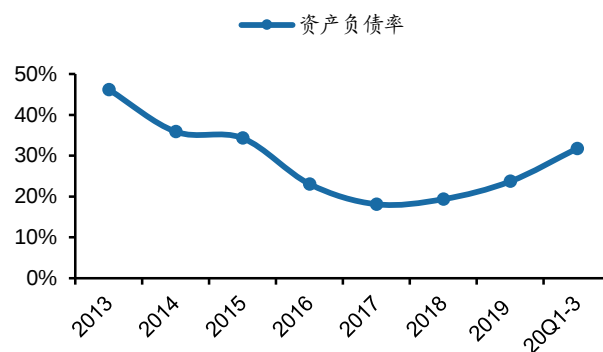
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：公司历年经营性现金流净额



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：公司历年资产负债率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(三) 外延并购继续加速

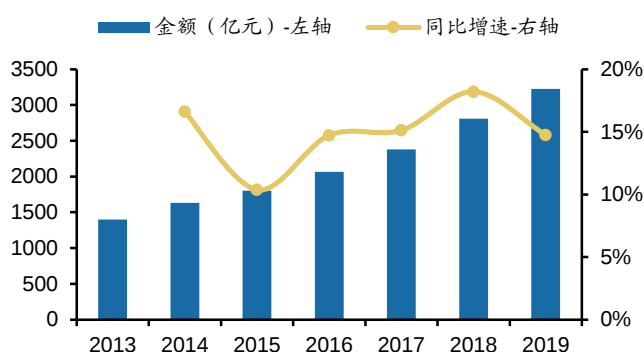
公司积极推进跨区域和跨领域并购战略。公司7月公告收购广州京诚，其为国内环境检测领域颇具规模的第三方检测机构，在北京、山东、湖南、江苏、广东、陕西等15个省市设有子公司，承诺20-22年净利润分别不低于2300/2700/3100万元，有望增厚公司本年业绩。国检集团围绕“跨区域，跨领域”发展战略，通过联合重组广州京诚，可快速实现公司环境检测业务全国布局，同时提高环境检测业务的市场占有率，环境检测业务也将成为国检集团继建材建工检测板块之外第二大检测板块。

二、行业层面：检测行业长期保持高增，龙头市占率有望提升

（一）检测行业长期保持高增

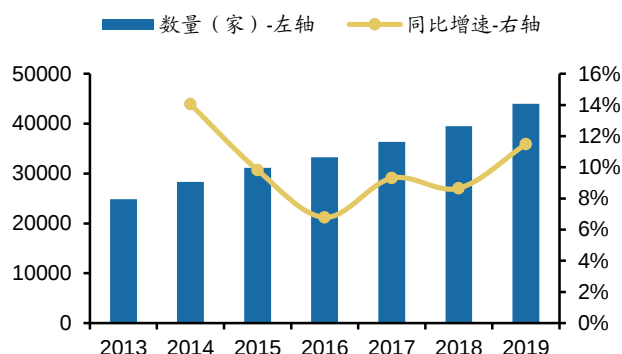
市场监管总局发布的2019年度检验检测服务业统计结果显示，截至2019年底，我国共有检验检测机构44007家，较2018年增长11.49%，全年实现营业收入3225.09亿元，较2018年增长14.75%。从业人员128.47万人，同比增长9.40%。检测行业收入增速连续多年均在10%以上，且从2015年以后，行业年收入增速均保持较高水平。

图 7：检验检测行业收入及同比增速



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 8：检验检测行业机构数量及同比增速

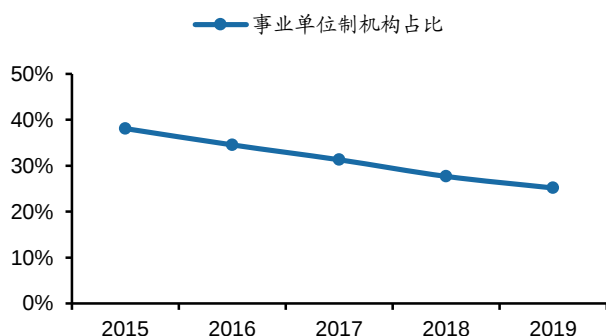


数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

（二）事业单位改制加速

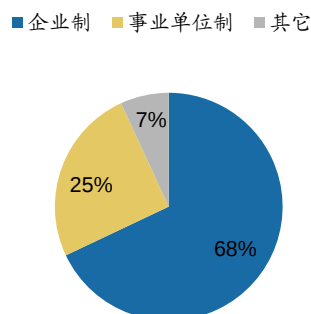
2019年，我国企业制的检验检测机构29905家，占机构总量的67.96%；事业单位制11071家，占机构总量的25.16%，事业单位制检验检测机构占机构总量的比重持续两年下降到30%以下。近5年，我国事业单位制检验检测机构的比重分别为38.1%、34.54%、31.30%、27.68%和25.16%，呈现明显的逐年下降趋势。

图 9：事业单位制检测机构比重



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 10：检验检测机构属性（2019年）

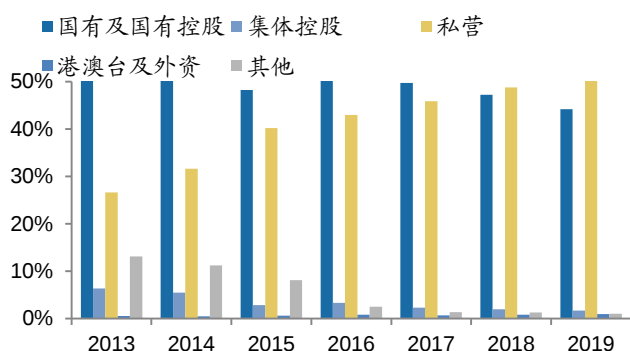


数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

（三）私营检测机构增长势头强劲

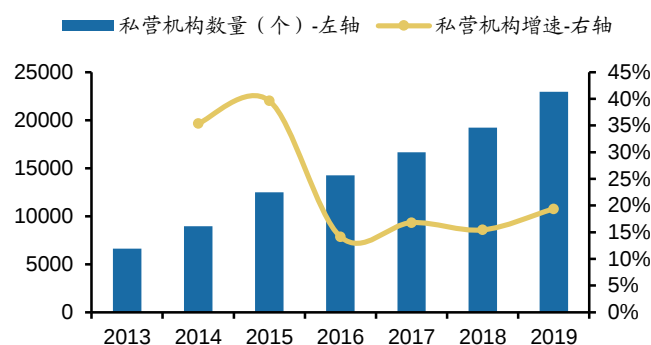
自2011年以来,国务院指出要推进检验检测机构市场化运营,提升专业化服务水平,培育第三方的质量和安全检验、检测、检疫、计量、认证技术服务。中国认证认可检验检测统计分析报告显示,私营检测机构数量始终保持高增长态势,占行业机构总数的31.59%、40.16%、42.92%、45.28%、48.72%、52.17%。营业收入方面,根据官方披露的2019年全国检验检测服务业统计报告,营收前100名的机构均为国有、外资和私营,但国有和外资检测机构的实力相对更为强劲,但未来伴随检测机构去行政化的发展趋势和愈发多样化的检测需求,私营检测机构的市场份额有望进一步提升,与外资检测机构之间形成激烈竞争,并加速行业发展。

图 11: 检测机构所有制结构



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 12: 私营检测机构数量及增速



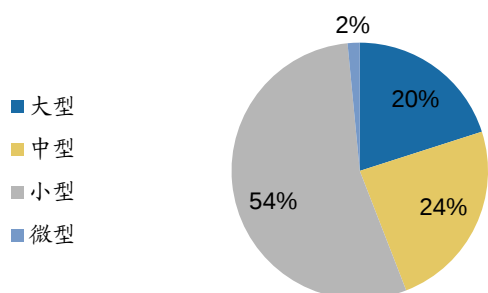
数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

（四）检测机构集约化发展势头显著

市场监管总局发布的2019年度检验检测服务业统计结果显示: 2019年全国检验检测服务业中, 规模以上(年收入1000万元以上)检验检测机构数量达到5,795家, 营业收入达到2,478.86亿元。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的13.17%, 但营业收入占比达到76.86%, 规模效应十分显著。目前, 全国检验检测机构2019年年度营业收入5亿元以上机构有41家, 比2018年多4家; 收入1亿元以上机构有423家, 比2018年多69家; 收入5000万元以上机构有1,059家, 比2018年多160家。2019年, 规模以上检验检测机构同比增幅15.36%, 表明我国检验检测行业在市场机制的推动及政府整合检验检测机构政策措施的双重推动下, 集约化发展趋势明显。全部检验检测机构的人均产值的中位数为147万元, 同比上年增长3.74%, 全部检验检测机构的人均产值的中位值为8.75万元, 同比上年减少21.45%。截至2019年底, 全国检验检测服务业上市企业数量100家, 2019年新增1家企业深圳证券交易所创业板上市, 2家企业在“新三板”上市, 检验检测行业进入资本市场的速度进一步加快。

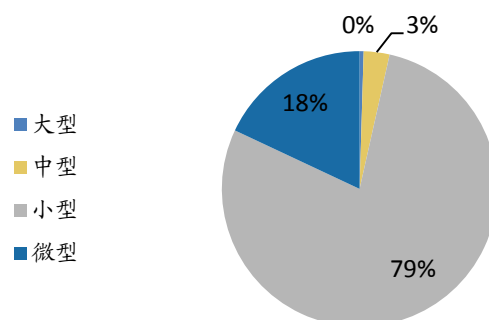
现阶段我国检测认证行业小规模企业众多, 2013年至2018年, 小型机构占总机构数量均达80%以上, 2019年为78.47%, 年大、中型检测机构数量仅占3.51%。营收方面, 小型机构占比54.37%; 数量占比仅3.51%的大、中型机构创造了行业44.09%的营业收入, 相反数量占比18.02%的微型检测机构营收创造仅占1.5%。

图 13: 各规模检测机构营业收入占比 (2019年)



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 14: 各规模检测机构数量占比 (2019年)

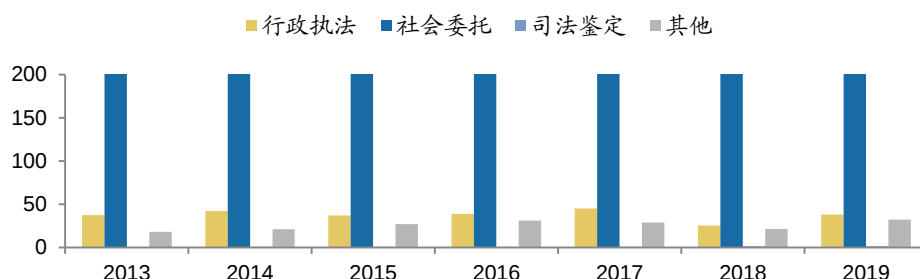


数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

（五）政府指令性业务持续下降

近年来检测行业对外提供的检测报告均以社会委托为主，其次为行政执法，仅有少部分属于司法鉴定报告。2019年，全行业检验检测业务来源中，社会委托的检验检测报告4.56万份，同比增长21.33%，表明我国检验检测市场进一步成熟，政府导向式的市场色彩进一步淡化。

图 15: 对外提供检测报告类型 (百万份)

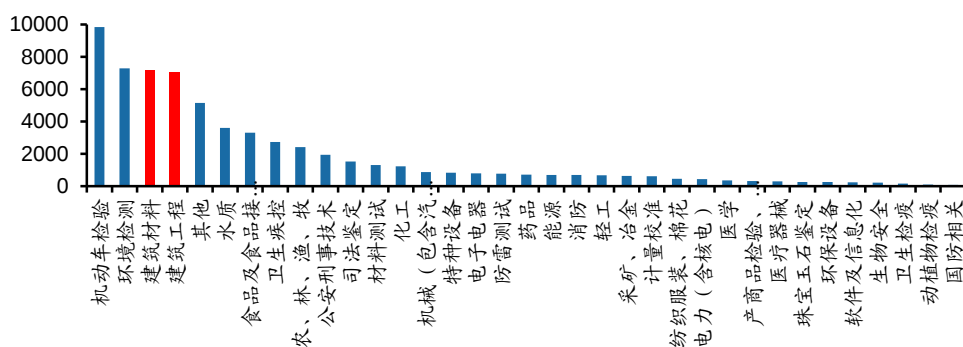


数据来源：市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

（六）龙头企业市占率提升

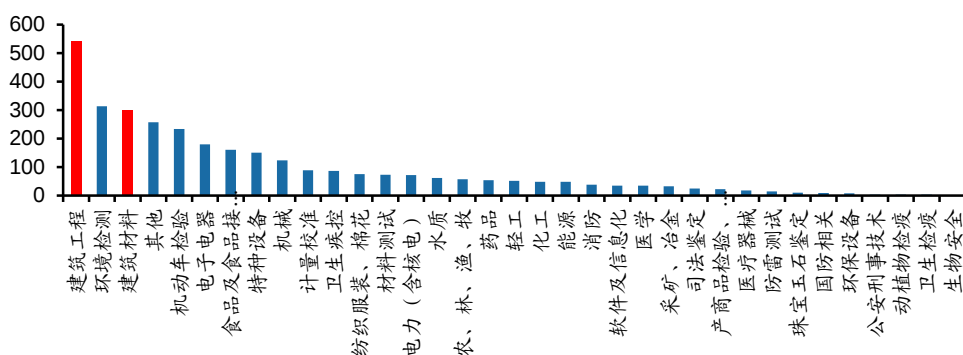
从行业分布看，2019年建筑材料领域机构数量略少于机动车安检和环境监测行业，在所有行业中位于第三位，而在收入规模上远领先于其他行业。目前建筑建材检测行业的集中度较低，龙头公司市占率不高。国检集团目前为建筑建材检测领域的龙头企业，2019年公司实现营业收入11.07亿元（2018年收入9.37亿元），而中国认证认可检验检测统计分析报告显示，建筑工程检测和建筑材料检测2019年行业收入分别为543.54亿元与313.58亿元，合计857.12亿元，国检集团市占率约为1.3%。在新冠疫情影响下，国检集团近期收入增速仍保持在10%以上，在行业增速逐年提升的情况下市占率也持续提升。

图 16: 检测机构数量行业分布 (2019年) (单位: 个)



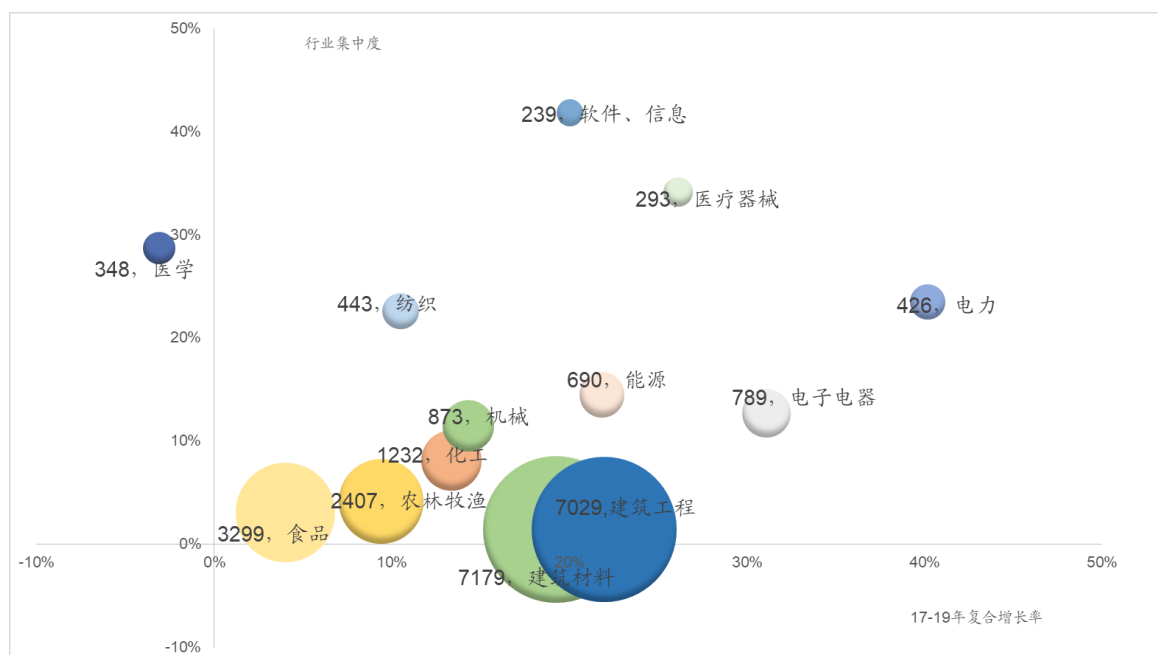
数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

图 17: 检测机构收入行业分布 (2019年) (单位: 亿元)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

图 18: 检测机构收入行业分布 (2019年) (单位: 亿元)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

三、投资建议

在股权激励背景下，公司增长动力充足，未考虑收购影响，预计公司20-22年分别实现归母净利润2.51/3.14/3.90亿元。参考A股检测上市公司估值水平以及公司自身业绩的成长性和确定性，维持此前25元/股合理价值的观点不变，维持“买入”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧、项目进展不及预期、并购整合风险等。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	906	806	1,010	1,248	1,584	
货币资金	294	306	520	629	825	
应收及预付	199	250	236	310	383	
存货	19	29	17	27	33	
其他流动资产	394	221	237	282	343	
非流动资产	726	1,072	1,241	1,438	1,633	
长期股权投资	33	79	84	91	101	
固定资产	405	506	617	775	929	
在建工程	60	137	145	177	208	
无形资产	59	97	102	102	102	
其他长期资产	168	253	293	293	293	
资产总计	1,632	1,878	2,251	2,686	3,218	
流动负债	219	338	351	446	556	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	145	164	203	246	304	
其他流动负债	74	174	148	200	252	
非流动负债	106	107	107	107	107	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	106	107	107	107	107	
负债合计	325	445	459	553	663	
股本	220	308	431	431	431	
资本公积	442	307	307	307	307	
留存收益	522	606	858	1,172	1,561	
归属母公司股东权益	1,199	1,257	1,596	1,911	2,300	
少数股东权益	108	175	196	222	254	
负债和股东权益	1,632	1,878	2,251	2,686	3,218	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	985	1,107	1,329	1,665	2,055	
营业成本	531	606	722	901	1,108	
营业税金及附加	5	6	7	9	11	
销售费用	29	34	40	50	61	
管理费用	132	152	186	230	281	
研发费用	75	83	101	126	156	
财务费用	-1	-2	-2	-3	-4	
资产减值损失	-9	-2	0	-1	-1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	16	16	12	11	12	
营业利润	242	262	305	382	474	
营业外收支	13	11	7	10	9	
利润总额	255	273	312	391	483	
所得税	31	36	40	51	62	
净利润	224	237	272	341	422	
少数股东损益	23	29	21	26	32	
归属母公司净利润	201	208	251	314	390	
EBITDA	262	284	344	452	574	
EPS (元)	0.91	0.68	0.58	0.73	0.90	

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	255	202	348	388	507
净利润	224	237	272	341	422
折旧摊销	49	57	71	102	136
营运资金变动	-10	-84	23	-35	-30
其它	-7	-8	-19	-20	-20
投资活动现金流	-229	-194	-222	-279	-310
资本支出	-110	-297	-229	-282	-312
投资变动	-22	-108	-5	-8	-10
其他	-97	211	12	11	12
筹资活动现金流	-58	1	88	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	68	123	0	0
其他	-58	-67	-36	0	0
现金净增加额	-32	9	214	109	197
期初现金余额	324	292	306	520	629
期末现金余额	292	301	520	629	825

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.9%	12.4%	20.1%	25.2%	23.5%
营业利润增长	38.7%	8.2%	16.2%	25.3%	24.2%
归母净利润增长	39.4%	3.7%	20.5%	25.1%	23.9%
获利能力(%)					
毛利率	46.1%	45.3%	45.7%	45.9%	46.1%
净利率	22.7%	21.4%	20.4%	20.5%	20.5%
ROE	16.8%	16.6%	15.7%	16.5%	16.9%
ROIC	19.1%	17.5%	18.7%	20.2%	22.1%
偿债能力(%)					
资产负债率	19.9%	23.7%	20.4%	20.6%	20.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.13	2.38	2.87	2.80	2.85
速动比率	3.80	2.12	2.61	2.53	2.58
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.63	0.64	0.67	0.70
应收账款周转率	8.37	6.64	8.30	7.67	7.66
存货周转率	34.13	25.45	41.48	33.29	33.78
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	0.68	0.58	0.73	0.90
每股经营现金流	1.16	0.66	0.81	0.90	1.18
每股净资产	5.45	4.08	3.70	4.43	5.33
估值比率					
P/E	21.35	35.89	34.41	27.49	22.18
P/B	3.58	5.95	5.41	4.52	3.76
EV/EBITDA	15.27	25.24	23.58	17.73	13.61

广发建筑工程行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：高级分析师，复旦大学金融硕士，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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。