

【广发海外】小米集团-W (01810.HK)

1Q19 季报前瞻、业绩望先蹲后跳

● 1Q19 季报前瞻，收入增速放缓

我们预期 1Q19 公司收入增速将低于市场预期，预估收入同比仅 3%，对应彭博一致性预期的 29%，主要因为 1、2 月份国内智能机需求疲弱(图 2)和年度旗舰小米 9 初期量产受摄像头模组良率不佳影响。因此，预期公司盈利将略低于市场预期，然而受益于产品组合偏向于毛利率高的互联网事业，预估 1Q19 经调整归母净利润同比增长 2%。

● 预期 2Q19 重拾同比动能

根据 4/1 小米集团中国区总裁王川的声明，小米 9 系列总出货量达 150 万台，其中小米 9 透明尊享版达 100 万台，显示量产开始爬坡。此外，管理层亦于 3/20 的全年业绩会指出 2 季度将有 4 款新机种上市，以强化产品布局和新机上市动能。除智能机以外，IoT 部门持续受益于智能电视、扫地机器人、智能手环和电动自行车的热销而保持高增长。总的而言，我们预期 2Q19 的收入和营业利润的同比将较 1Q19 显著增长。

● 19-20 年动能源于硬件双核心战略和互联网的多元化布局

根据小米业绩会文件，智能机和 AIoT 为硬件事业的双主轴，我们认为智能机的成长动力将来自于国内市场的产品组合优化和海外市场的份额提升。AIoT 为另一战略主轴，将其开源的深度学习框架导入互联网平台，以提高产品力和用户粘性，其 AI 技术目前已应用于拍照、场景识别、翻译、语音等应用场景。在硬件之外，我们重申先前观点，其互联网的收入来源将趋向多元化，如海外互联网变现、电视互联网、互联网金融和小米有品。

● 维持“买入”评级

预估 19-20 年摊薄 EPS 为人民币 0.42 和 0.54 元，与前次预估微幅下修 4%和 2%，系因 1Q19 收入增速较弱和较高的研发开支。同步微降合理价值至港币 13.8 元/股，系基于 DCF 估值法。维持买入评级。

● 风险提示

中高端手机未成功放量；IoT 设备渗透进程放缓；互联网变现不及预期

公司评级

买入

当前价格

11.76 港元

合理价值

13.8 港元

前次评级

买入

报告日期

2019-04-17

相对市场表现



分析师： 蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002



SFC CE No. BNO719



852-37602085

jeffpu@gfgroup.com.hk

相关研究:

【广发海外】小米集团-W 2019-03-20

(01810.HK):智能机重拾产

品力、互联网业务趋向多元

【广发海外】小米集团-W 2019-02-23

(01810.HK):小米 9 重拾产

品力

联系人： 周绮恩 852-37602097

(香港) shellychou@gfgroup.com.hk

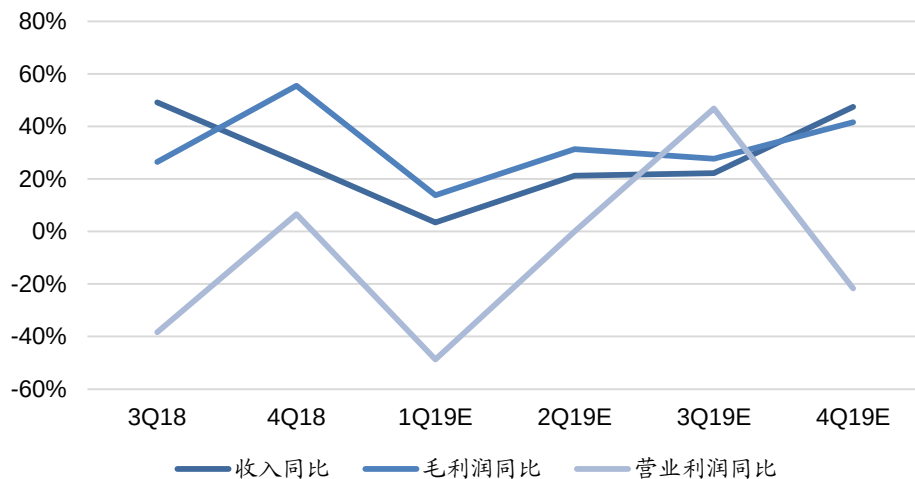
盈利预测:

单位: 人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	114,625	174,915	218,020	268,665	314,608
增长率(%)	67	53	25	23	17
归母净利润(经调整/百万元)	5,425	8,631	9,947	12,664	15,885
增长率(%)	177	59	15	27	25
摊薄EPS(元/股)	0.56	0.37	0.42	0.54	0.67
市盈率(P/E)	N.A.	27.6	23.9	18.8	15.0
市净率(P/B)	N.A.	N.A.	4.2	3.4	2.8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 *人民币/港元汇率: 1.17

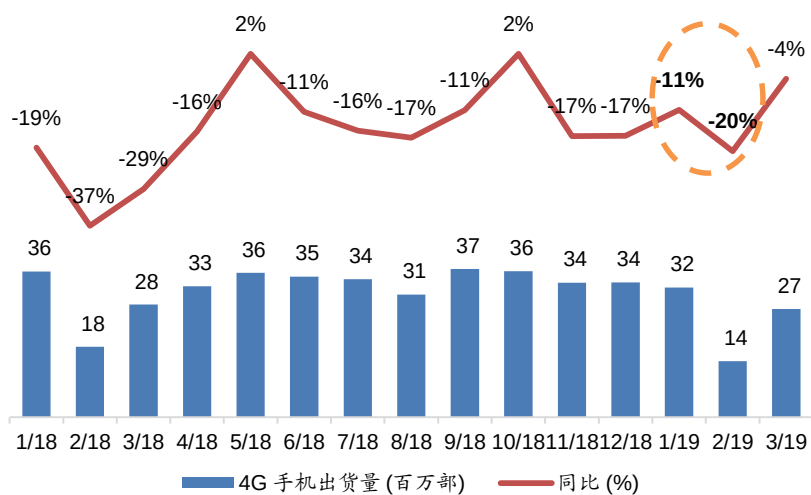
盈利预测及估值

图 1: 收入、毛利润和营业利润同比



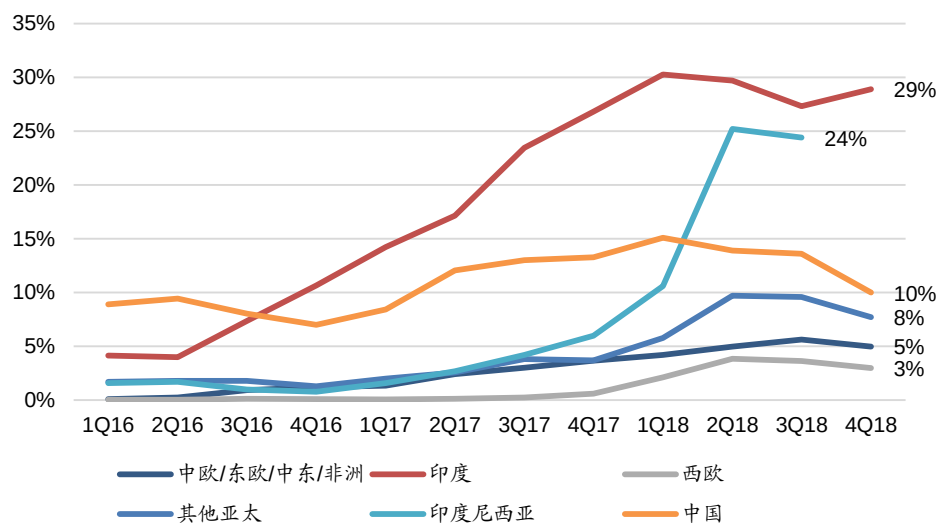
数据来源: 小米集团财务报表, 广发证券发展研究中心

图 2: 国内4G智能机市场出货量 (单位:百万)



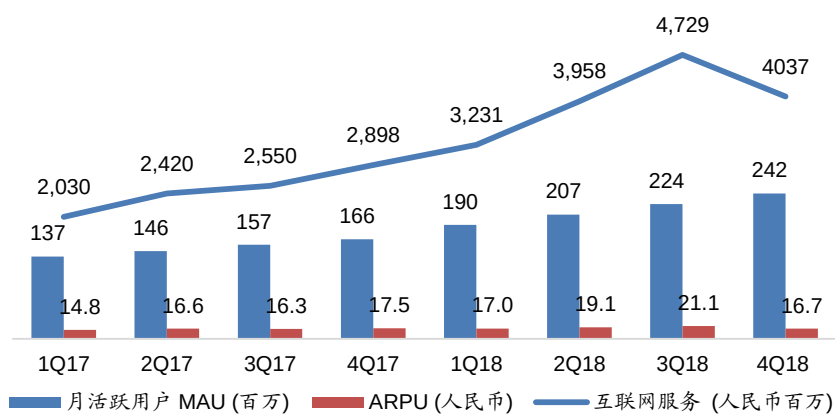
数据来源: 中国信息通信研究院、广发证券发展研究中心

图 3: 小米智能机于主要市场的市场份额 (%)



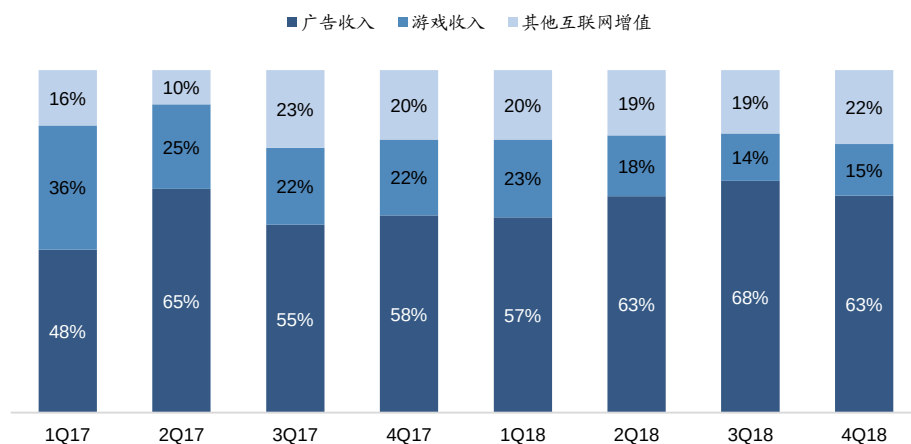
数据来源: 国际数据公司(IDC)、广发证券发展研究中心

图 4: 小米互联网业务收入



数据来源: 小米集团 4Q18 财报、广发证券发展研究中心

图 5：小米互联网业务收入组成



数据来源：小米集团 4Q18 财报、广发证券发展研究中心

图 6：4Q18主要的非国内广告与游戏业务概况

- 来自中国手机广告和游戏之外的互联网收入
占互联网业务总收入超过**30%**

2018年第四季度
电视互联网
收入占比8.3%
同比增长**119.1%**

2018年第四季度
海外互联网收入
占互联网业务总收入6.3%
同比增长**1295.6%**

2018年第四季度
小米有品收入
占互联网业务总收入4.1%
同比增长**427.6%**

2018年第四季度
互联网金融收入
占互联网业务总收入11.9%
同比增长**80.5%**

数据来源：小米集团 4Q18 财报、广发证券发展研究中心

盈利预测调整

预估19-20 年EPS 为人民币0.42 和0.54 元，较前次预估微幅下修4%和2%，系因1Q19收入增速较弱和较高的研发开支。

表 1: 盈利预测调整表

人民币百万元	2018	2019E		2020E		调整变动	
		调整前	调整后	调整前	调整后	2019E	2020E
营业收入	174,915	226,772	218,020	269,493	268,665	-4%	0%
毛利润	22,192	28,914	28,726	35,178	36,181	-1%	3%
经营利润	1,196	11,064	10,306	14,078	13,531	-7%	-4%
税前收入	9,004	12,259	11,608	15,291	14,845	-5%	-3%
归母净利润	8,631	10,377	9,947	12,924	12,664	-4%	-2%
EPS (人民币)	0.37	0.44	0.42	0.55	0.54	-4%	-2%
主要利润指标							
毛利率	12.7%	12.8%	13.2%	13.1%	13.5%		
经营利润率	0.7%	4.9%	4.7%	5.2%	5.0%		
税前利润率	5.1%	5.4%	5.3%	5.7%	5.5%		
归母净利润率	4.9%	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%		

数据来源：小米集团财报，广发证券发展研究中心

表 2: 季度利润表

(人民币 百万)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
营业收入	114,625	34,412	45,236	50,846	44,421	174,915	35,592	54,838	62,114	65,476	218,020
营业成本	99,471	30,111	39,584	44,269	38,760	152,724	30,697	47,418	53,717	57,461	189,294
毛利润	15,154	4,301	5,652	6,578	5,661	22,192	4,895	7,420	8,396	8,015	28,726
营业费用	2,939	937	13,244	4,367	2,448	20,995	3,170	4,600	5,150	5,500	18,420
营业利润	12,215	3,364	-7,592	2,211	3,213	1,196	1,725	2,820	3,246	2,515	10,306
营业外收入 (支出)	-4,794	-1,327	9,985	558	-1,408	7,808	325	325	325	325	1,301
税前利润	7,421	2,038	2,393	2,768	1,805	9,004	2,050	3,145	3,572	2,841	11,608
少数股东损益	-63	-22	-19	-18	-17	-76	-20	-20	-20	-20	-80
所得税	2,060	338	276	-117	-48	449	308	472	536	426	1,741
归母净利润 (经调整)	5,425	1,722	2,135	2,904	1,870	8,631	1,763	2,693	3,056	2,434	9,947
摊薄EPS (人民币)	0.56	0.07	0.09	0.12	0.08	0.37	0.07	0.11	0.13	0.10	0.42
摊薄后股数	9,758	23,563	23,563	23,563	23,563	23,563	23,543	23,543	23,543	23,543	23,543
盈利能力											
毛利率	13.2%	12.5%	12.5%	12.9%	12.7%	12.7%	13.8%	13.5%	13.5%	12.2%	13.2%
营业利润率	10.7%	9.8%	-16.8%	4.3%	7.2%	0.7%	4.8%	5.1%	5.2%	3.8%	4.7%
税前利润率	6.5%	5.9%	5.3%	5.4%	4.1%	5.1%	5.8%	5.7%	5.8%	4.3%	5.3%
所得税率	27.8%	16.6%	11.5%	-4.2%	-2.7%	5.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
同比 %											
营业收入	67%	86%	68%	49%	27%	53%	3%	21%	22%	47%	25%
营业利润	223%	72%	NA	-38%	7%	NA	-49%	NA	47%	-22%	NA
归母净利润 (经调整)	0%	153%	26%	18%	220%	59%	2%	26%	5%	30%	15%
摊薄EPS	0%	5%	-48%	-51%	33%	-34%	2%	26%	5%	30%	15%
产品组合											
智能手机	70%	68%	67%	69%	56%	65%	55%	63%	63%	58%	60%
IoT 与生活消费产品	20%	22%	23%	21%	34%	25%	33%	28%	28%	33%	30%
互联网服务	9%	9%	9%	9%	9%	9%	11%	9%	9%	8%	9%
其他	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

估值

我们采用DCF(discounted cash flow)估值法，以反映小米稳定增长的自由现金流量，并同时反映其盈利的稳定增长预期。我们使用12%的WACC(假设权益资本成本15.2%;债务资本成本3.1%;权益/债务资本结构0.75:0.25)和3%的永续成长率，并假设息前税后利润率保持平稳。基于以上假设，我们由DCF模型推导的合理价值为港币13.8元/股。我们的DCF合理价值意味着28x/22x 2019E/2020E的市盈率或1.0的2020E的PEG。另一方面，我们认为可比同业市盈率评价法并无可以完全对标的公司，无法反映小米的多元业务，且市盈率估值法亦无法反映小米稳定的自由现金流量，故我们采用DCF估值法。

表 3: DCF 估值

(人民币 百万)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	218,020	268,665	314,608	366,832	416,722	460,894	498,227	526,127	542,437	545,692	548,966
同比 %	25%	23%	20%	17%	14%	11%	8%	6%	3%	1%	1%
息前税后利润	10,448	13,178	16,465	17,993	20,441	22,607	24,438	25,807	26,607	26,767	26,927
息前税后利润率 %	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
加: 折旧	454	513	535	700	795	835	858	861	843	806	770
减: 资本支出	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,106)	(1,131)	(1,188)	(1,220)	(1,224)	(1,199)	(1,085)	(1,037)
减: 营运资金变动	(329)	(347)	(460)	(474)	(538)	(595)	(643)	(679)	(700)	(705)	(709)
自由现金流	12,231	15,038	18,460	20,273	22,904	25,226	27,160	28,571	29,349	29,362	29,443
永续增长率	3%										
WACC	12%										
终值											366,406
折现系数	1.00	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51	0.45	0.40	0.36	0.32
现值	12,231	13,427	14,717	14,430	14,556	14,314	13,760	12,924	11,854	10,588	127,453
总现值	260,252										
净现金	17,072										
股权价值	277,325										
摊薄后股数	23,543										
合理价值 (人民币)	11.8										
合理价值 (港币)	13.8										
(WACC 参数假设)											
贝塔系数	1.3x										
无风险利率	1.5%										
股权风险溢价	10.5%										
权益资本成本	15.2%										
债务资本成本	3.1%										
权益资本结构%	0.75										
债务资本结构%	0.25										
所得税率	16%										

数据来源: 广发证券发展研究中心 *人民币/港元汇率: 1.17

同时参考分部估值法，我们采用全球分别在智能手机、IoT 与生活消费产品，互联网服务产业的可比同业估值。以可比公司的平均2019本益比(智能手机:13倍; IoT 与生活消费产品:20倍; 互联网服务:40倍)来计算(表4及表5)，得合理价值为13.9港元/股，与DCF估值法相近。

表 4: 分部估值

	2019 净利占比	2019 摊薄 EPS (人民币)	合理 P/E
智能手机	31%	0.13	13x
IoT 与生活消费产品	24%	0.10	20x
互联网服务	45%	0.19	40x
分部总和 (人民币)			11.2
加: 每股净现金 (人民币)			0.7
每股价值 (人民币)			11.9
每股价值 (港币)			13.9

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 *人民币/港元汇率: 1.17

表 5: 可比公司估值表

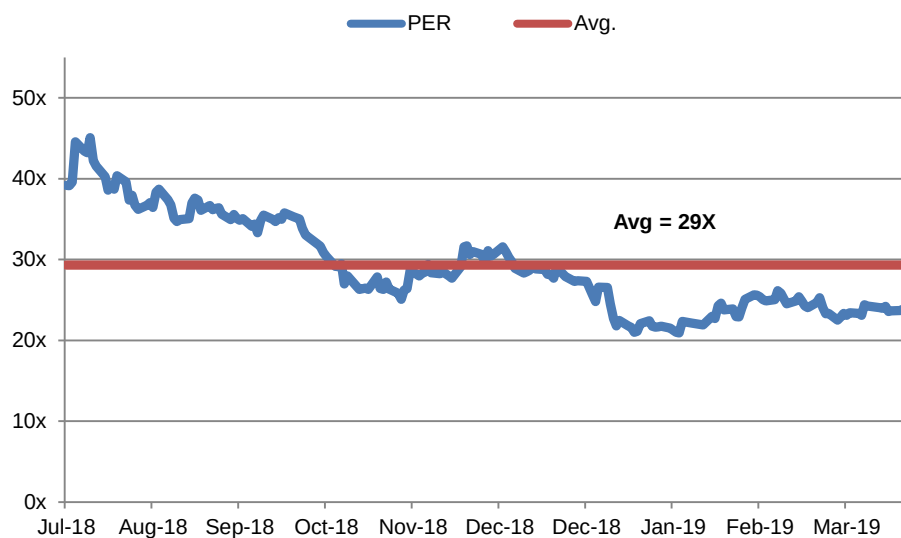
	代码	股价	市值	EPS			P/E			EPS 同比		
			美金百万	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
小米集团	01810 HK	HK\$11.8	35,937	CNY 0.37	CNY 0.42	CNY 0.54	27.6x	23.9x	18.8x	59%	15%	27%
智能手机												
苹果公司	AAPL US	US\$199	939,520	US\$12.1	US\$11.7	US\$13.7	16.4x	17.1x	14.5x	31%	-4%	17%
LG电子株式会社	066570 KS	KRW 77,000	11,078	KRW 7,578	KRW 8,057	KRW 9,678	10.2x	9.6x	8.0x	-21%	6%	20%
平均							13.3x	13.3x	11.2x	5%	1%	19%
IoT 与生活消费产品												
美的集团	000333 CH	CNY 52.88	51,931	CNY 3.09	CNY 3.37	CNY 3.76	17.1x	15.7x	14.1x	18%	9%	11%
格力电器	000651 CH	CNY 58.24	52,197	CNY 4.43	CNY 4.79	CNY 5.39	13.1x	12.2x	10.8x	19%	8%	13%
海尔电器	01169 HK	HK\$22.80	8,148	CNY 1.33	CNY 1.51	CNY 1.66	14.6x	12.9x	11.7x	11%	13%	11%
苏泊尔	002032 CH	CNY 73.20	8,956	CNY 2.03	CNY 2.45	CNY 2.88	36.1x	29.9x	25.4x	28%	20%	18%
iRobot公司	IRBT US	US\$129.7	3,614	US\$5.3	US\$3.9	US\$4.7	24.7x	33.3x	27.5x	184%	-26%	21%
平均							21.1x	20.8x	17.9x	52%	5%	15%
互联网服务												
亚马逊公司	AMZN US	US\$1,863	916,715	US\$28.7	US\$36.0	US\$49.2	64.9x	51.7x	37.9x	NA	25%	37%
阿里巴巴集团控股有限公司	BABA US	US\$186	480,338	US\$3.67	US\$3.51	US\$4.86	50.6x	52.9x	38.2x	47%	-2%	42%
腾讯控股	00700 HK	HK\$394	477,714	CNY 8.14	CNY 9.66	CNY 11.86	41.2x	34.8x	28.3x	16%	12%	23%
京东	JD US	US\$29.9	43,488	CNY 2.35	CNY 3.84	CNY 6.37	85.2x	52.1x	31.4x	NA	61%	73%
平均							60.5x	47.9x	34.0x	31%	24%	44%

	代码	股价	市值	营业利润率			ROE			P/B		
			美金百万	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
小米集团	01810 HK	HK\$11.8	35,937	1%	5%	5%	18%	18%	18%	N.A.	4.2x	3.4x
智能手机												
苹果公司	AAPL US	US\$199	939,520	26%	24%	25%	51%	62%	85%	8.9x	9.4x	10.0x
LG电子株式会社	066570 KS	KRW 77,000	11,078	4%	4%	5%	8%	9%	10%	0.9x	0.9x	0.8x
平均				15%	14%	15%	30%	36%	48%	4.9x	5.2x	5.4x
IoT 与生活消费产品												
美的集团	000333 CH	CNY 52.88	51,931	9%	10%	10%	25%	24%	24%	3.8x	3.3x	2.9x
格力电器	000651 CH	CNY 58.24	52,197	16%	17%	17%	35%	31%	29%	3.3x	2.9x	2.5x
海尔电器	01169 HK	HK\$22.80	8,148	5%	6%	6%	17%	19%	17%	2.5x	2.1x	1.9x
苏泊尔	002032 CH	CNY 73.20	8,956	11%	11%	12%	27%	27%	27%	8.6x	7.1x	5.9x
iRobot公司	IRBT US	US\$129.7	3,614	10%	9%	10%	17%	9%	9%	6.7x	6.3x	5.8x
平均				10%	10%	11%	24%	22%	21%	5.0x	4.3x	3.8x
互联网服务												
亚马逊公司	AMZN US	US\$1,863	916,715	5%	6%	8%	28%	24%	25%	21.0x	14.3x	10.3x
阿里巴巴集团控股有限公司	BABA US	US\$186	480,338	17%	17%	15%	18%	17%	18%	6.8x	5.7x	4.7x
腾讯控股	00700 HK	HK\$394	477,714	33%	29%	29%	26%	24%	24%	8.9x	7.0x	5.5x
京东	JD US	US\$29.9	43,488	-1%	0%	1%	-4%	2%	5%	5.0x	4.5x	4.2x
平均				14%	13%	13%	17%	17%	18%	10.4x	7.9x	6.2x

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 *股价为 2019/04/16 *人民币/港元汇率: 1.17

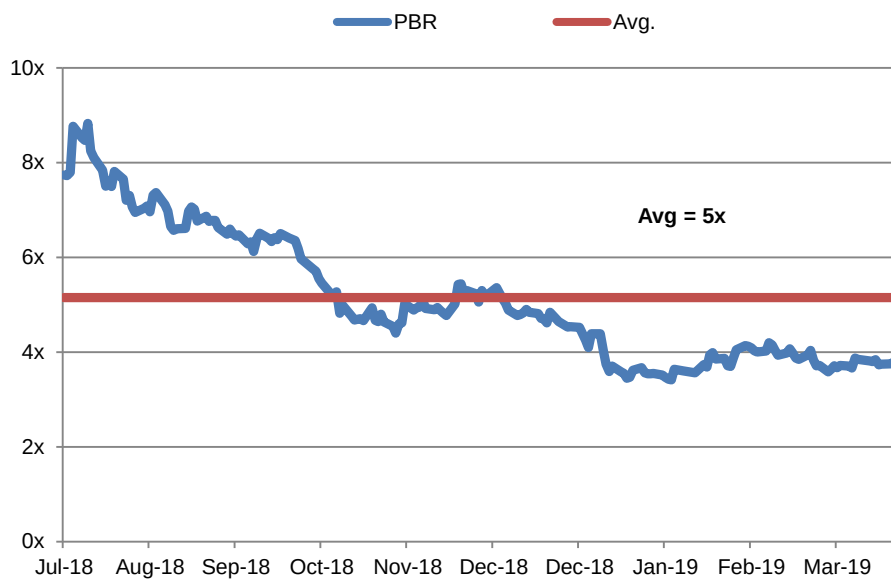
注: 其中小米集团、美的集团、格力电器、海尔电器、苏泊尔、阿里巴巴集团控股、腾讯控股预测来自于广发证券发展研究中心报告中的盈利预测, 其余均来自彭博一致预期

图 7: 12个月远期 P/E



数据来源：彭博，小米集团财务报表，广发证券发展研究中心

图 8: 12个月远期 P/B



数据来源：彭博，小米集团财务报表，广发证券发展研究中心

风险提示： 中高端手机未成功放量；IoT设备渗透进程放缓；互联网变现不及预期

资产负债表					
单位：人民币百万元					
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	61,138	106,013	111,755	132,361	155,796
货币资金	17,077	33,076	27,932	29,194	35,217
应收及预付	5,470	15,892	10,403	12,820	15,012
存货	16,343	29,481	31,101	38,197	44,499
其他流动资产	22,250	27,563	42,319	52,150	61,068
非流动资产	28,731	39,215	42,544	47,626	52,685
长期股权投资	20,568	27,275	32,841	37,241	41,641
固定资产	1,731	5,068	3,270	3,952	4,611
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	-	-	-	-	-
其他长期资产	6,433	6,872	6,433	6,433	6,433
资产总计	89,870	145,228	154,299	179,987	208,481
流动负债	47,133	61,940	88,357	104,856	119,202
短期借款	3,551	3,075	5,430	2,932	326
应付及预收	34,003	46,287	64,709	79,473	92,586
其他流动负债	9,579	12,578	18,219	22,451	26,290
非流动负债	169,948	12,038	9,306	5,831	4,094
长期借款	168,703	7,856	5,430	1,955	218
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1,245	4,182	3,876	3,876	3,876
负债合计	217,080	73,978	97,664	110,687	123,296
股本	3,816	169,147	169,147	169,147	169,147
资本公积	(2,931)	(2,931)	(2,931)	(2,931)	(2,931)
留存收益	(128,158)	(94,893)	(109,580)	(96,916)	(81,031)
归属母公司股东权益	(127,272)	71,323	56,636	69,300	85,185
少数股东权益 & 其他	62	(73)	0	0	0
负债和股东权益	89,870	145,228	154,299	179,987	208,481

利润表					
单位：人民币百万元					
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	114,625	174,915	218,020	268,665	314,608
营业成本	(99,471)	(152,724)	(189,294)	(232,484)	(270,843)
研发费用	(3,151)	(5,777)	(7,400)	(10,100)	(12,950)
销售费用	(5,232)	(7,993)	(9,500)	(10,650)	(11,200)
管理费用	(1,216)	(12,099)	(2,920)	(3,300)	(3,800)
其他费用	6,660	4,874	1,400	1,400	1,400
营业利润	12,215	1,196	10,306	13,531	17,215
财务费用	27	216	501	514	580
资产减值损失	(4,821)	7,591	800	800	800
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
营业外收入(支出)	(4,794)	7,808	1,301	1,314	1,380
税前利润(经调整)	7,422	9,004	11,608	14,845	18,594
所得税	(2,060)	(449)	(1,741)	(2,261)	(2,789)
净利润	5,362	8,555	9,867	12,584	15,805
少数股东损益	63	76	80	80	80
归母净利润(经调整)	5,425	8,631	9,947	12,664	15,885
EBITDA	12,576	1,593	10,760	14,044	17,750
摊薄EPS (元)	0.56	0.37	0.42	0.54	0.67

现金流量表					
单位：人民币百万元					
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	560	8,940	10,071	12,830	15,960
归母净利润(经调整)	5,425	8,631	9,947	12,664	15,885
折旧摊销	361	396	454	513	535
营运资金变动	42,294	(87)	(329)	(347)	(460)
其它	(47,520)	0	0	0	0
投资活动现金流	(2,678)	(9,068)	(5,594)	(5,594)	(5,594)
资本支出	(1,216)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
投资变动	(6,260)	(7,874)	(4,400)	(4,400)	(4,400)
其他	4,798	(194)	(194)	(194)	(194)
筹资活动现金流	6,215	16,128	(9,621)	(5,973)	(4,343)
银行借款	677	2,631	0	0	0
债券融资	52,293	(157,065)	(4,328)	(5,973)	(4,343)
股权融资	68	165,269	0	0	0
其他	(46,823)	5,293	(5,293)	0	(0)
现金净增加额	4,097	16,000	(5,144)	1,262	6,022
汇率变动影响	(209)	-	-	-	-
期初现金余额	13,188	17,077	33,076	27,932	29,194
期末现金余额	17,077	33,076	27,932	29,194	35,217

主要财务比率					
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	67.5	52.6	24.6	23.2	17.1
营业利润增长	222.7	(90.2)	761.4	31.3	27.2
归母净利润(经调整)增长	177.2	59.1	15.2	27.3	25.4
获利能力					
毛利率	13.2	12.7	13.2	13.5	13.9
归母净利润率(经调整)	4.7	4.9	4.6	4.7	5.0
ROE	(4.3)	18.5	17.6	18.3	18.6
ROIC	N.A.	10.9	16.0	17.8	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	242	51	63	61	59
净负债比率	(122)	(31)	(30)	(35)	(41)
流动比率(x)	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率(x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	21.0	11.0	21.0	21.0	21.0
存货周转率	6.1	5.2	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)					
摊薄每股收益	0.56	0.37	0.42	0.54	0.67
每股经营现金流	0.06	0.40	0.45	0.57	0.71
每股净资产	(13.04)	1.98	2.41	2.94	3.62
估值比率					
P/E	N.A.	27.6	23.9	18.8	15.0
P/B	N.A.	N.A.	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	16.9	N.A.	19.7	15.1	12.0

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。