

# 海康威视 (002415.SZ)

## 中报超越悲观预期，下半年增速有望继续回升

### 核心观点:

● **收入端：超越市场悲观预期，全年 20%以上增长目标有望达成**

2019 年上半年公司收入同比增长 14.6%，对应 19Q2 单季同比增长 21.5%，达成前期指引目标。由于 19Q2 宏观经营环境尤其是中美贸易摩擦出现了边际变化，因此实质上公司 19Q2 收入增速超出市场预期。

考虑国内行业景气度触底回升，结合去年公司的整体业绩基数情况，我们认为 2019 年下半年公司收入增速有望继续回升，全年有望达成股权激励解锁条件即 20%以上增长。

● **毛利率：受增值税率下调影响，Q2 毛利率近五年新高**

19Q2 公司毛利率为 47.4%，同比提升 3.4 pcts，环比提升 2.6 pcts，创近五年新高。原因主要来自于增值税率下调、收入结构变化、成本管控以及汇率波动。后续展望来看，我们认为得益于增值税率下调，公司 19Q2 及以后的毛利率相比于前期将上行一个台阶。

● **净利润：费用惯性拖累上半年增速但压力边际减轻，Q3 展望乐观**

2019 年上半年公司净利润同比增长 1.7%，明显慢于收入增速原因在于前期人员快速扩张带来费用惯性。在公司近一年来人员扩张趋缓背景下，费用压力有望边际减轻，在 Q2 三费增速上已有体现。公司展望前三季度归母净利润增长 0~15%，区间中值对应 Q3 单季 15%增长。

● **预计 19~21 年 EPS 为 1.38/1.73/2.15 元/股，合理价值 34.5 元/股**

短期来看公司下半年业绩增速有望继续回升，中长期维度看行业智能化趋势打开公司成长天花板。预计公司 19~21 年 EPS 为 1.38/1.73/2.15 元/股，参考可比公司平均估值水平（对应 2019 业绩 18X PE），考虑公司行业龙头地位、稳健经营和良好现金流，以对应 2019 年业绩 25xPE 计算，合理价值为 34.5 元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业景气度低于预期的风险；中美贸易摩擦风险；行业竞争加剧风险。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41,905	49,837	60,516	74,184	90,534
增长率(%)	31.2	18.9	21.4	22.6	22.0
EBITDA(百万元)	9,773	10,664	13,201	16,593	20,592
净利润(百万元)	9,411	11,353	12,874	16,180	20,108
增长率(%)	26.8	20.6	13.4	25.7	24.3
EPS (元/股)	1.02	1.23	1.38	1.73	2.15
市盈率 (P/E)	38.25	20.94	19.23	15.30	12.31
市净率 (P/B)	11.86	6.32	5.35	4.51	3.75
EV/EBITDA	35.68	20.46	16.95	13.09	10.20

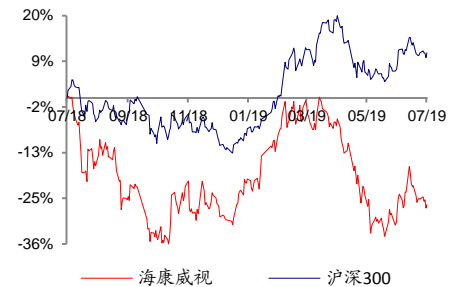
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	26.48 元
合理价值	34.5 元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-21

### 相对市场表现



### 分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

### 分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

请注意，王亮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:

海康威视 (002415.SZ): 一季 2019-04-21  
报低于预期，全年预计将逐季度改善

海康威视 (002415.SZ): 三季 2018-10-21  
度收入增速放缓，雪亮工程和安防智能化保障长期成长性

海康威视 (002415.SZ): 业绩 2018-07-21  
保持稳健增长，毛利率同比继续提升

### 联系人:

王昭光 021-60750632

wangzhaoguang@gf.com.cn

## 目录索引

收入端：Q2 完成指引增速，下半年增速有望继续回升 .....	4
毛利率：受增值税率下调影响，Q2 毛利率近五年新高 .....	5
费用端：Q2 三费增速放缓，下半年费用压力边际减轻 .....	6
净利润：Q2 增速显著回升，Q3 展望乐观 .....	7
资产负债表和现金流：存货大幅增加以应对禁运风险，应收账款和现金流继续优化 .....	8
投资建议 .....	9
风险提示 .....	9

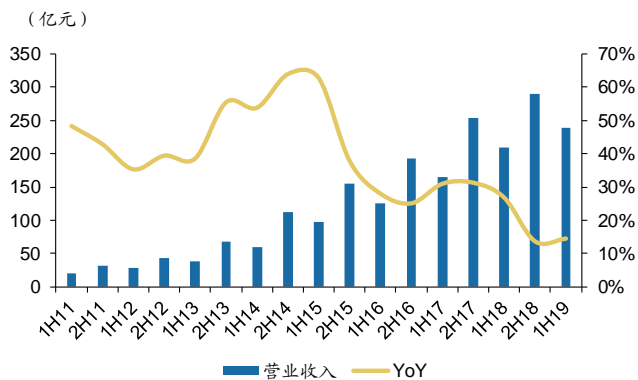
## 图表索引

图 1: 海康威视半年度收入及增速 .....	4
图 2: 海康威视单季收入及增速 .....	4
图 3: 海康威视半年度国内收入及增速 .....	4
图 4: 海康威视半年度海外收入及增速 .....	4
图 5: 海康威视半年度毛利率情况 .....	5
图 6: 海康威视单季毛利率情况 .....	5
图 7: 海康威视半年度费用增速情况 .....	6
图 8: 海康威视单季费用增速情况 .....	6
图 9: 海康威视半年度费用率情况 .....	7
图 10: 海康威视单季费用率情况 .....	7
图 11: 海康威视半年度归母净利润及增速 .....	7
图 12: 海康威视单季归母净利润及增速 .....	7
表 1: 海康威视可比公司 PE 估值情况 (统计截止 2019.07.19 收盘) .....	9

## 收入端：Q2 完成指引增速，下半年增速有望继续回升

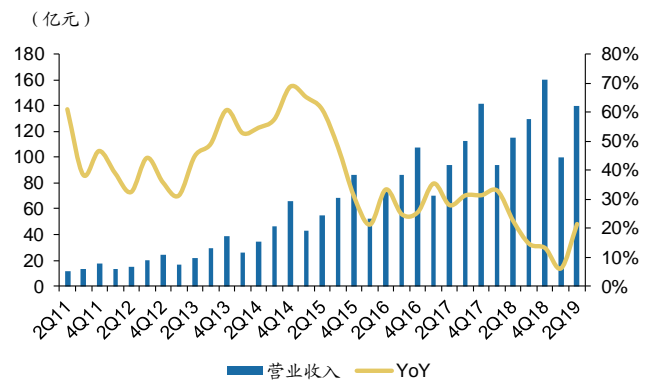
2019年上半年，公司实现营业收入239.2亿元，同比增长14.6%。对应19Q2单季来看，实现营业收入139.8亿元，同比增长21.5%。公司前期在4月21日年报和一季报解读电话会议上曾指引19Q2单季收入增速回到20%以上，从结果来看达成前期指引目标。需注意的是，公司在4月21日给出19Q2收入增速目标后，宏观经营环境尤其是中美贸易摩擦出现了边际变化，因此市场前期普遍预期公司无法完成本次收入增速指引，因此总结来看公司19Q2收入增速不仅完成前期指引目标，并且超越市场悲观预期。

图 1：海康威视半年度收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

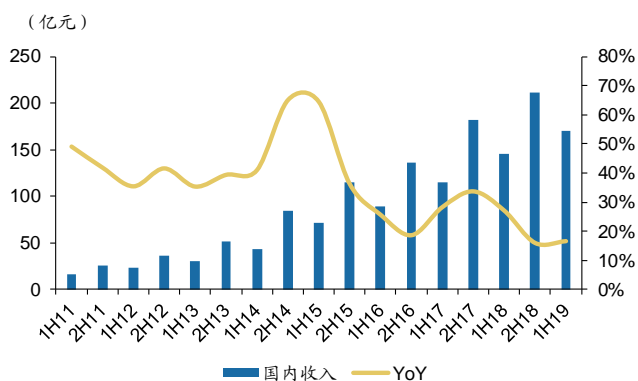
图 2：海康威视单季收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

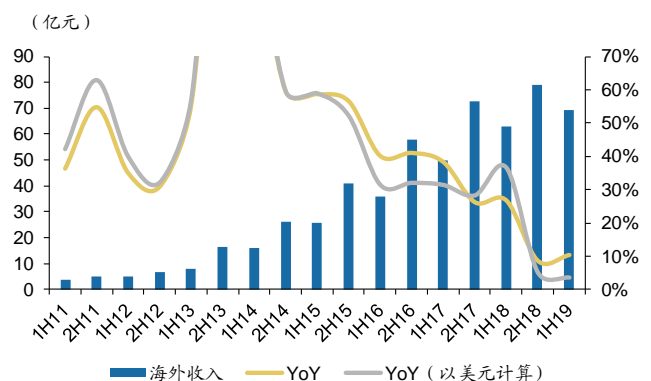
从结构上看，1H19公司实现国内收入169.8亿元，同比增长16.5%，增速相比2H18有所回升；1H19公司实现海外收入69.4亿元，同比增长10.3%，若以美元计算（按半年度平均汇率折算）同比增长3.6%，相比去年下半年增速继续放缓。

图 3：海康威视半年度国内收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：海康威视半年度海外收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分产品来看，1H19公司前端产品、后端产品、中心控制产品、工程施工、其他业务以及创新业务的收入同比增速分别为10.8%、6.7%、24.6%、-55.7%、39.1%和56.2%。其中，工程施工收入同比大幅下滑，主要是由于PPP项目确认减少造成；其他业务增速明显较高，主要是硬盘、门禁报警等非视频监控业务的拉动；创新业务依然保持高速增长，19H1占公司收入比例已达到7.2%。

若以公司19Q2经营情况对比19Q1，国内业务中EBG继续保持较高增速，我们分析原因在于大企业客户在当前国内经济环境中受到的冲击较小因此需求相对稳定；PBG业务开始企稳复苏，与我们前期持续跟踪更新的政府安防采购招投标结果相吻合；SMBG方面，虽然需求企稳相对滞后于EBG和PBG，但由于去年Q2公司的渠道去库存政策导致收入基数偏低，因此19Q2公司该业务增速也开始复苏。海外业务方面，由于受到中美贸易摩擦问题边际变化的影响，公司19Q2增速相较于19Q1有明显回落，美国业务则延续自2H18开始的下滑态势。

目前时点，我们认为在国内市场方面，在宏观经济逐渐企稳，流动性改善的预期下，大型企业和中小企业的投资意愿有望复苏回暖，同时在雪亮工程建设邻近2020年考核期叠加今年建国70周年的背景下，前期积压的政府安防采购项目将加快落地，因此下半年国内安防监控行业的景气度预期将有所回暖。

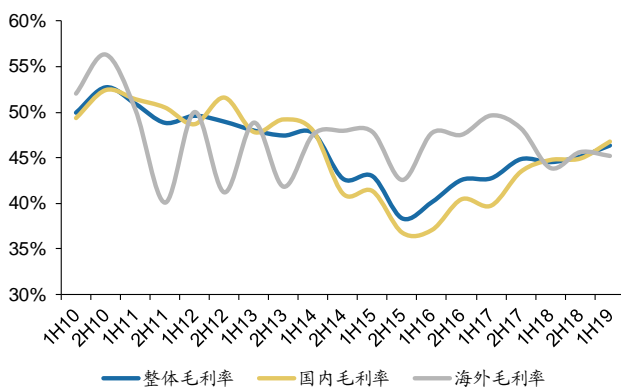
海外市场方面，我们认为虽然公司在美国的业务短期内仍将承受一定阻力，但考虑公司将海外资源更多调配去开发增速较高的新兴国家市场，并且美国业务占公司海外业务比例比较有限，叠加考量2H18公司海外收入基数偏低，因此我们预计今年下半年公司海外业务整体的增速预计也将止跌回升。

综合以上分析，结合去年公司的整体业绩基数情况，我们认为2019年下半年公司收入增速有望继续回升，全年有望达成股权激励解锁条件即20%以上增长。

## 毛利率：受增值税率下调影响，Q2 毛利率近五年新高

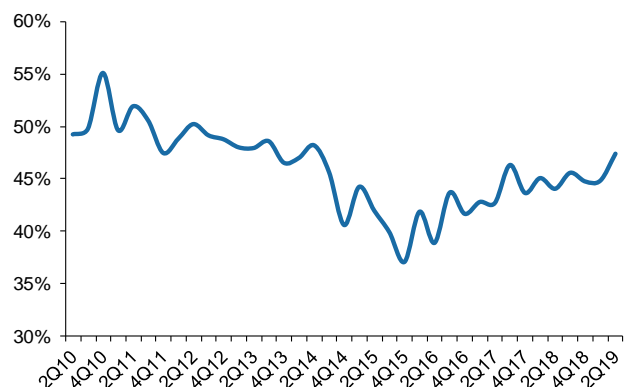
2019上半年，公司整体毛利率为46.3%，同比提升1.8个百分点。以单季情况来看，19Q2公司整体毛利率为47.4%，同比提升3.4个百分点，环比提升2.6个百分点，创近五年新高。

图 5：海康威视半年度毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：海康威视单季毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分结构来看，1H19公司国内业务毛利率为46.8%，同比提升2.0个百分点，海外业务毛利率为45.2%，同比提升1.3个百分点。分产品来看，公司前端产品、后端产品、中心控制产品、工程施工、创新业务的毛利率均出现明显的同比提升，但“其他”业务的毛利率同比下降4.7个百分点，我们分析主要为今年上半年公司硬盘等低毛利渠道配件产品出货明显较多所致。

我们分析认为，公司19Q2毛利率的整体性抬升原因来自多方面。其中一项主要原因在于我国今年4月开始的增值税率由16%下调为13%（或由10%下调为9%），在公司产品对外含税报价未发生较大变化的情况下，增值税率下调直接带来营业收入的无本扩张，并且也为向上游供应商采取更强的成本管控提供了空间，两项因素均能推动毛利率的提升。此外，公司1H19低毛利工程施工收入大幅下滑以及智能化高端产品和解决方案占比的持续提升，也会在收入结构上对公司毛利率有拉动作用。除了上述增值税率下调（隐含了成本管控）以及收入结构的影响之外，19Q2人民币兑美元汇率的同比贬值也为公司海外业务毛利率带来了正向贡献。

后续展望来看，我们认为得益于增值税率下调，公司19Q2及以后的毛利率相比于前期将上行一个台阶，并且后续伴随智能化高端产品和解决方案收入占比的持续提升，公司毛利率将具备继续上行的动能。但具体到季度层面由于公司工程施工和“其他”产品的收入占比的波动，毛利率可能也将呈现一定的小幅波动。

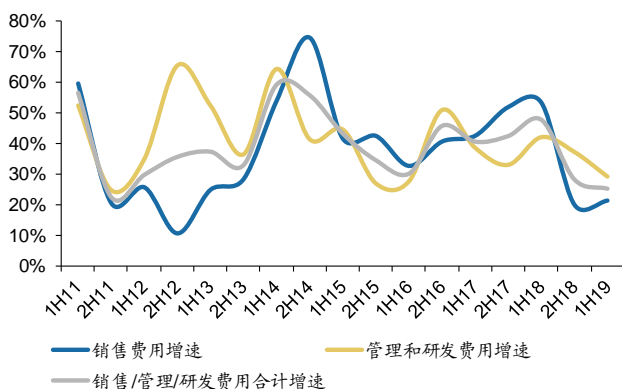
## 费用端：Q2 三费增速放缓，下半年费用压力边际减轻

2019上半年，公司销售费用同比增长21.3%，管理费用同比增长23.7%，研发费用同比增长31.0%，三费合计同比增长25.2%，明显高于收入增速，因此费用率明显上升，影响了净利润增速。

若以公司19Q2费用情况对比19Q1，我们发现19Q2公司三费合计同比增速为21.5%，相比于19Q1的30.6%的增速明显放缓。

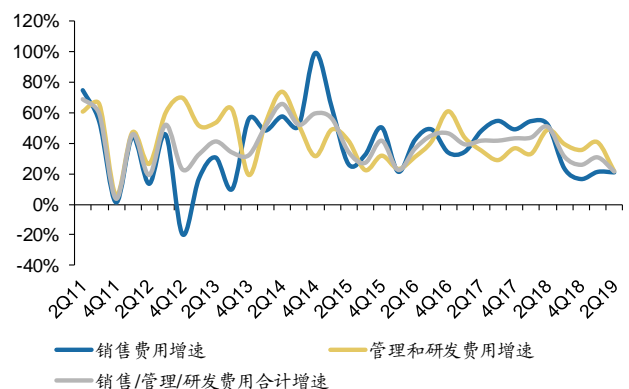
我们认为，2016~2018年期间，公司由于看好AI融入视频监控所带来的新一轮产品升级周期，因此连续三年员工人数增速保持在30%左右，也因此带来了费用增速的持续上行。但从2018年中开始，由于经营环境变化，叠加公司人员扩张过快后对管理效率造成挑战，因此公司开始有意减缓人员扩张速度。2019年我们预计公司人员扩张幅度将控制在10%左右，基于此我们认为2019年公司费用增速有望呈现逐季降低趋势，下半年的费用压力将边际减轻。

图 7：海康威视半年度费用增速情况



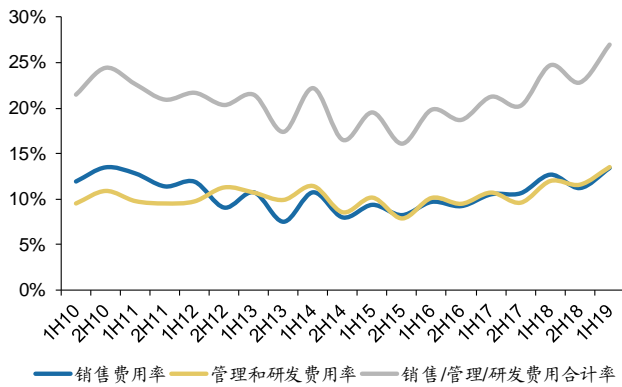
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：海康威视单季费用增速情况



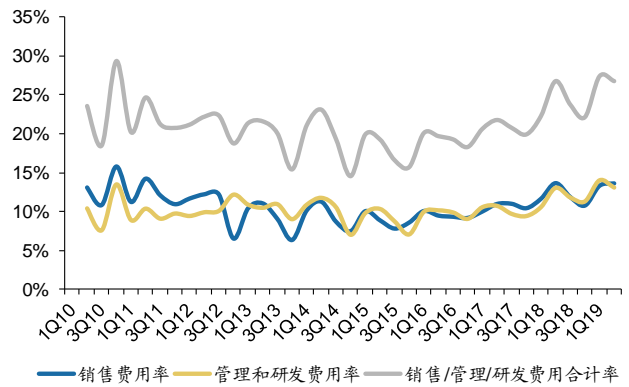
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9: 海康威视半年度费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 海康威视单季费用率情况



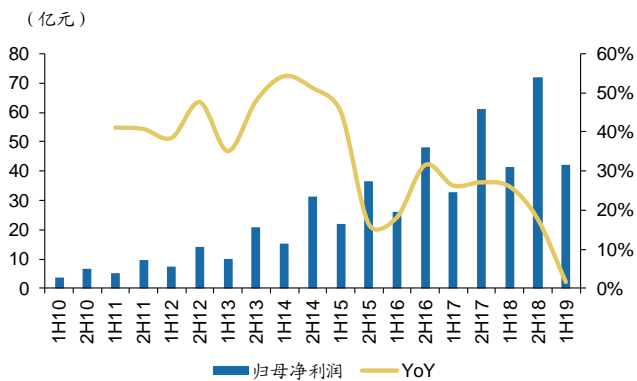
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 净利润: Q2 增速显著回升, Q3 展望乐观

在费用增速惯性的影响下,上半年公司实现归母净利润42.2亿元,同比增长1.7%。以单季情况来看,19Q2公司实现归母净利润26.8亿元,同比增长15.0%,相比于19Q1 -15.4%的同比下滑显著改善。

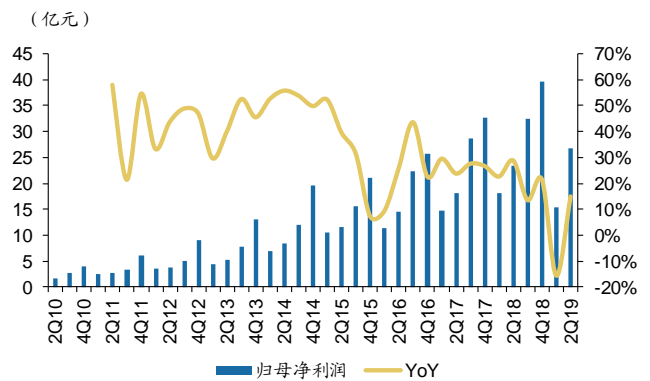
公司在半年报中指引2019年前三季度净利润同比增长0~15%,区间中值对应Q3单季净利润增长15%,后续展望乐观。

图 11: 海康威视半年度归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 海康威视单季归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 资产负债表和现金流：存货大幅增加以应对禁运风险， 应收账款和现金流继续优化

存货方面，截至19Q2末，公司账面存货86.1亿元，同比增长56.4%，环比19Q1末增长46.9%，我们预计公司存货大幅增长原因在于增加核心原材料零组件库存以应对当前中美贸易摩擦背景下可能的供应链封锁风险。受此影响，公司2019上半年存货周转天数为100天，相比去年同期81天大幅拉长。

现金、应收账款和现金流方面，截至19Q2末，公司账面现金218.5亿元，同比增长58.9%，应收票据及账款194.9亿，同比下降2.8%，应收账款天数134天，同比减少2天，公司2019上半年实现经营活动现金净流量-4.3亿元(季节性因素导致负值)，相比去年同期-16.2亿元大幅改善。以上结果显示公司自去年以来的现金优先政策(包含渠道去库存、回笼应收账款等)成效显著，现金流情况继续优化。



## 投资建议

短期维度来看，伴随国内宏观经济企稳和流动性改善，同时考虑今年建国70周年的特殊背景以及雪亮工程建设邻近2020年考核期，我们认为下半年国内安防监控行业的景气度将有所回暖，公司业绩增速有望继续改善，全年有望完成20%以上的收入增长目标。中长期维度来看，视频监控行业智能化升级趋势明确，公司已实质性转型成为包括大数据服务在内的视觉AIoT全栈服务商，安防监控龙头的成长天花板彻底打开。

我们预计19~21年公司EPS分别为1.38/1.73/2.15元/股。行业可比公司大华股份/千方科技/苏州科达三家公司的平均估值为对应2019年18X PE。三家可比公司中，千方科技估值明显较高，千方科技具有智慧交通和视频监控两大业务，其中视频监控业务位居国内第三，其智慧交通业务偏向于项目集成。考虑公司在视频监控领域全球排名第一，体量超过三家之和，经营质量明显较高，盈利稳定性较好，并且公司在智能视频物联方面的能力储备远超行业竞争对手，在行业正在进行的智能化升级浪潮中率先受益，以对应2019年业绩25xPE计算，合理价值为34.5元/股，维持“买入”评级。

表 1: 海康威视可比公司PE估值情况 (统计截止2019.07.19收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
大华股份	002236.SZ	安防监控、智能视频物联	433	25.29	29.07	36.99	17	15	12
千方科技	002373.SZ	安防监控、智能视频物联	238	7.63	9.94	12.45	31	24	19
苏州科达	603660.SH	安防监控、智能视频物联	69	3.22	4.20	5.33	21	16	13

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 大华股份盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

## 风险提示

国内政府安防市场回暖不及预期的风险; 智能视频物联应用渗透速度不及预期的风险; 行业新增玩家竞争加剧的风险; 中美贸易摩擦对公司海外业务的影响等。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>44,653</b>	<b>53,627</b>	<b>63,452</b>	<b>74,867</b>	<b>90,341</b>
货币资金	16,468	26,552	30,000	36,000	43,000
应收及预付	18,870	19,649	23,361	28,232	34,449
存货	4,940	5,725	8,042	8,159	9,902
其他流动资产	4,375	1,700	2,049	2,476	2,989
<b>非流动资产</b>	<b>6,918</b>	<b>9,858</b>	<b>11,286</b>	<b>12,601</b>	<b>13,438</b>
长期股权投资	130	163	196	235	282
固定资产	3,024	5,082	5,843	6,757	7,853
在建工程	1,436	416	916	1,116	616
无形资产	429	870	1,005	1,167	1,361
其他长期资产	1,898	3,326	3,326	3,326	3,326
<b>资产总计</b>	<b>51,571</b>	<b>63,484</b>	<b>74,738</b>	<b>87,468</b>	<b>103,779</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,201</b>	<b>24,709</b>	<b>27,249</b>	<b>31,318</b>	<b>36,541</b>
短期借款	97	3,466	2,640	2,108	1,826
应付及预收	11,456	11,407	13,557	16,511	20,046
其他流动负债	5,648	9,837	11,052	12,698	14,669
<b>非流动负债</b>	<b>3,765</b>	<b>811</b>	<b>811</b>	<b>811</b>	<b>811</b>
长期借款	490	440	440	440	440
应付债券	3,121	0	0	0	0
其他非流动负债	154	371	371	371	371
<b>负债合计</b>	<b>20,967</b>	<b>25,520</b>	<b>28,060</b>	<b>32,128</b>	<b>37,352</b>
股本	9,229	9,227	9,348	9,348	9,348
资本公积	1,819	1,956	3,893	3,893	3,893
留存收益	20,082	26,821	33,395	42,015	53,051
归属母公司股东权益	30,358	37,590	46,272	54,892	65,928
少数股东权益	246	374	407	448	499
<b>负债和股东权益</b>	<b>51,571</b>	<b>63,484</b>	<b>74,738</b>	<b>87,468</b>	<b>103,779</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>41,905</b>	<b>49,837</b>	<b>60,516</b>	<b>74,184</b>	<b>90,534</b>
营业成本	23,467	27,483	32,617	39,706	48,192
营业税金及附加	371	418	508	623	760
销售费用	4,430	5,893	7,443	9,125	11,136
管理费用	1,011	1,376	1,694	1,929	2,263
研发费用	3194.22	4482.78	5628.00	6899.10	8419.66
财务费用	265.41	-424.26	-404.91	-531.96	-681.49
资产减值损失	484.57	426.95	425.27	507.62	573.94
公允价值变动收益	42.09	13.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	44.65	51.93	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>10443.1</b>	<b>12335.6</b>	<b>14105.2</b>	<b>17726.8</b>	<b>22030.9</b>
营业外收支	43.71	102.77	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>10,487</b>	<b>12,438</b>	<b>14,105</b>	<b>17,727</b>	<b>22,031</b>
所得税	1,109	1,057	1,198	1,506	1,872
<b>净利润</b>	<b>9,378</b>	<b>11,382</b>	<b>12,907</b>	<b>16,221</b>	<b>20,159</b>
少数股东损益	-33	29	33	41	51
<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,411</b>	<b>11,353</b>	<b>12,874</b>	<b>16,180</b>	<b>20,108</b>
EBITDA	9772.79	10663.7	13201.1	16593.2	20592.2
EPS (元)	1.02	1.23	1.38	1.73	2.15

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,373</b>	<b>9,114</b>	<b>10,631</b>	<b>16,225</b>	<b>18,129</b>
净利润	9,378	11,382	12,907	16,221	20,159
折旧摊销	341	480	576	691	829
营运资金变动	-2,910	-3,130	-3,438	-1,322	-3,542
其它	565	383	586	636	682
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,209</b>	<b>1,451</b>	<b>-2,004</b>	<b>-2,005</b>	<b>-1,666</b>
资本支出	-1,669	-2,038	-1,972	-1,966	-1,619
投资变动	379	3,317	-33	-39	-47
其他	81	171	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,402</b>	<b>-805</b>	<b>-5,179</b>	<b>-8,220</b>	<b>-9,463</b>
银行借款	345	1,748	-826	-532	-282
股权融资	92	98	2,058	0	0
其他	-3,839	-2,650	-6,411	-7,688	-9,181
<b>现金净增加额</b>	<b>2,763</b>	<b>9,759</b>	<b>3,448</b>	<b>6,000</b>	<b>7,000</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>13,522</b>	<b>16,029</b>	<b>26,552</b>	<b>30,000</b>	<b>36,000</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>16,029</b>	<b>26,024</b>	<b>30,000</b>	<b>36,000</b>	<b>43,000</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	31.2	18.9	21.4	22.6	22.0
营业利润增长	52.8	18.1	14.3	25.7	24.3
归母净利润增长	26.8	20.6	13.4	25.7	24.3
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.0	44.9	46.1	46.5	46.8
净利率	22.4	22.8	21.3	21.9	22.3
ROE	31.0	30.2	27.8	29.5	30.5
ROIC	44.1	51.2	51.0	58.7	63.3
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	40.7	40.2	37.5	36.7	36.0
净负债比率	10.2	11.2	8.4	6.5	5.2
流动比率	2.60	2.17	2.33	2.39	2.47
速动比率	2.28	1.92	2.00	2.10	2.17
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	0.87	0.88	0.91	0.95
应收账款周转率	2.58	2.66	2.70	2.70	2.70
存货周转率	5.35	5.15	4.06	4.87	4.87
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.02	1.23	1.38	1.73	2.15
每股经营现金流	0.80	0.99	1.14	1.74	1.94
每股净资产	3.29	4.07	4.95	5.87	7.05
<b>估值比率</b>					
P/E	38.25	20.94	19.23	15.30	12.31
P/B	11.86	6.32	5.35	4.51	3.75
EV/EBITDA	35.68	20.46	16.95	13.09	10.20

## 广发证券电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 王璐：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王帅：研究助理，上海交通大学机械与动力工程学院学士，安泰经济与管理学院硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，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。