

招商蛇口 (001979.SZ)

三季度业绩释放, 经营状况表现优异

核心观点:

- 三季度业绩释放, 利润率水平上升。**招商蛇口 20 年 1-3 季度实现营收 501.2 亿元, 同比增长 96%, 归母净利润 21.9 亿元, 同比下降 57%, 19 年前三季度公司由于资产处置带来的一次收益的加持投资收益贡献较高的基数。单季度来看, 公司三季度实现收入 258 亿元, 同比增长 191%, 公司全年竣工目标 1100 万方, 上半年竣工 223 万方, 竣工结算的节奏明显加快。三季度公司实现归母净利润 12.8 亿元, 同比增长 557%, 归母净利率提升至 5%, 较二季度上升 2 个百分点。
- 销售增速龙头第一, 拿地力度维持高位。**公司 20 年前三季度实现销售金额 1901.8 元, 同比增长 17.4%, 三季度同比增长 30.2%, 我们预计全年有望实现 20% 以上的增长。拿地方面, 前三季度金额口径的拿地力度 51.2%, 1-3 季度拿地力度分别为 60%、57%、42%, 前三季度补充货值约 2152 亿元, 超过当期销售, 拿地态度积极。区域分布来看, 前三季度深圳区域拿地占比从 5% 提升至 13%, 核心区占比提升。
- 现金短债比回升, 整体财务状况稳健。**报告期末公司有息负债规模 1620.8 亿元, 较二季度末增长 5%, 净负债率及扣除预收账款的资产负债率分别为 40%、59%, 与二季度末基本持平, 三季度公司放缓拿地节奏加快回款, 现金短债比回升至 94%。
- 预计 20-21 年 EPS 分别为 2.09 元/股、2.28 元/股。**从三季度表现来看, 招商蛇口在销售规模、投资拓展、结算业绩、费用管控等各方面均表现出良好的能力, 依托深圳区域的优质资产, 公司具备长期增长机遇。我们预计 20、21 年归母净利润分别为 166 亿和 181 亿, 增速分别为 3%、9%, 对应 2020 年 7.3xPE, 2021 年 6.7xPE。我们维持合理价值为 23.78 元/股不变, 对应 20 年 11xPE, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**可售资源去化不及预期, 结算毛利率持续下行。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	88278	97672	111885	121162	126933
增长率 (%)	17.0%	10.6%	14.6%	8.3%	4.8%
EBITDA (百万元)	24338	21823	25687	27810	28613
归母净利润 (百万元)	15240	16033	16579	18053	18710
增长率 (%)	25%	5%	3%	9%	4%
EPS (元/股)	1.92	2.02	2.09	2.28	2.36
市盈率 (P/E)	8.0	7.6	7.3	6.7	6.5
ROE (%)	20%	17%	14%	13%	12%
EV/EBITDA	7.6	10.3	5.3	3.3	1.7

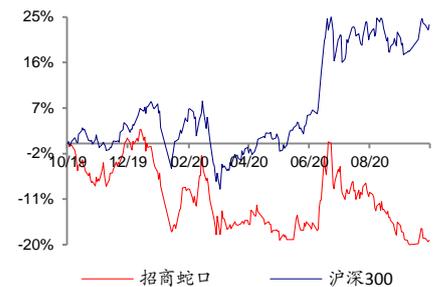
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	15.31 元
合理价值	23.78 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-20

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

请注意, 乐加栋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:

招商蛇口 (001979.SZ): 稳 2020-08-26

固当下, 着眼未来

招商蛇口 (001979.SZ): 储 2020-04-22

备资源充沛, 前海整备完成

联系人:

邢莘 021-38003638

xingshen@gf.com.cn

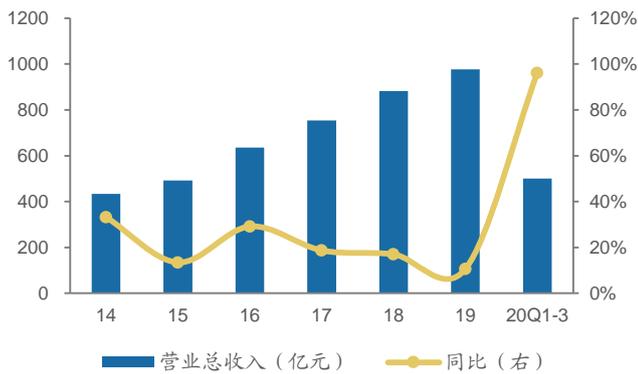
一、三季度业绩释放，利润率水平上升

招商蛇口20年1-3季度实现营收501.2亿元，同比增长96%，其中三季度结算规模258亿元，同比增长191%。公司上半年竣工规模223万方，全年目标1100万方，从公司三季度结算进度来看，竣工结算的节奏明显加快。

公司前三季度实现营业利润52.7亿元、归母净利润21.9亿元，同比分别下降32%、57%，19年前三季度公司由于资产处置带来的一次收益的加持投资收益贡献48.2亿元的税前利润，而20年前三季度为7.6亿，由此带来了整体业绩的下滑。

从单季度表现来看，三季度结算体量较大，公司三季度实现营业利润31.2亿元，同比增长367%，归母净利润12.8亿元，同比增长557%，归母净利率提升至5%，较二季度上升2个百分点。

图1：招商蛇口营收及同比



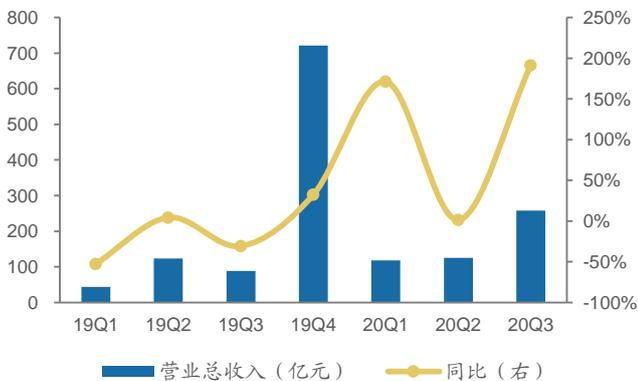
数据来源：公司季报，Wind，广发证券发展研究中心

图2：招商蛇口归母净利润及同比



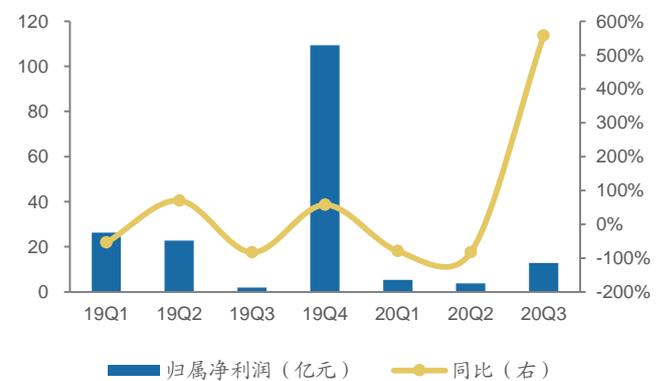
数据来源：公司季报，Wind，广发证券发展研究中心

图3：招商蛇口单季度营收及同比



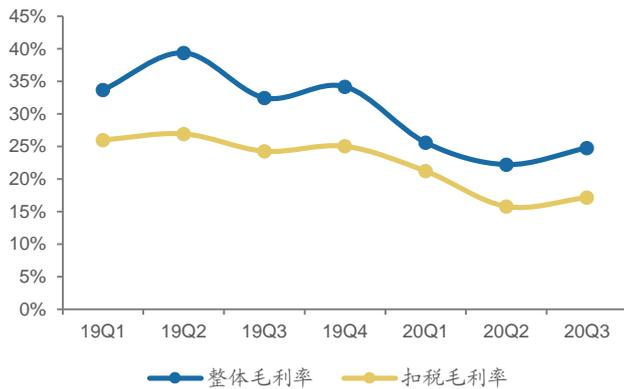
数据来源：公司季报，Wind，广发证券发展研究中心

图4：招商蛇口单季度归母净利润及同比



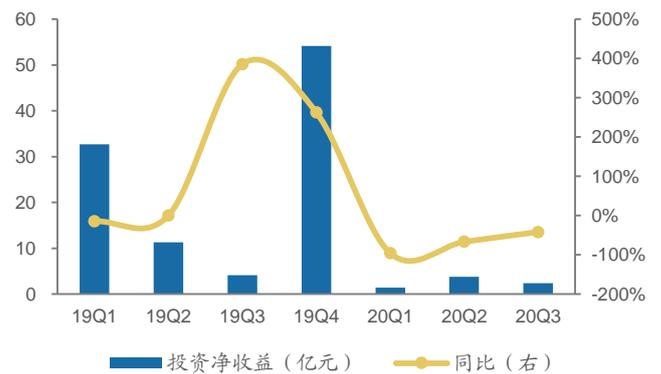
数据来源：公司季报，Wind，广发证券发展研究中心

图5: 招商蛇口单季度毛利率及扣税毛利率



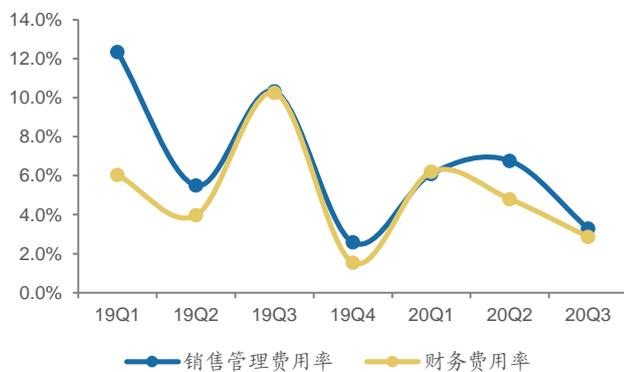
数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 招商蛇口单季度投资净收益



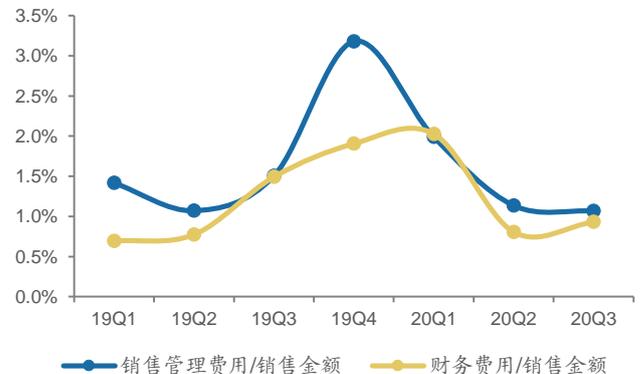
数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 招商蛇口销管费率及财务费用率



数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 招商蛇口销售口径的费用率水平



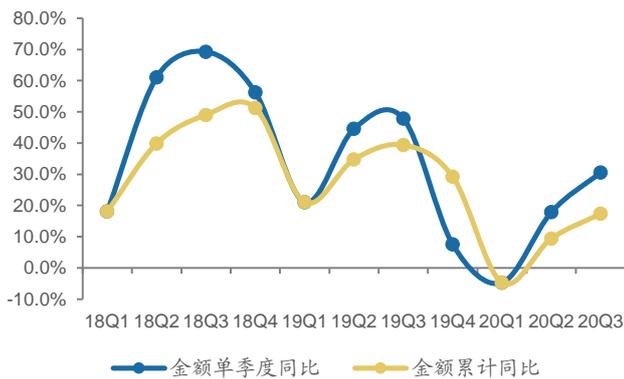
数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

二、三季度销售增长 30.6%，销售增速龙头排名第一

经营方面, 公司20年前三季度实现销售金额1901.8元, 同比增长17.4%, 完成2500亿销售目标的76.1%, 超越龙湖、新城, 进入行业前10, 且在前十房企中增速排名与恒大并列第一。公司三季度实现销售金额794.6亿, 同比增长30.6%。

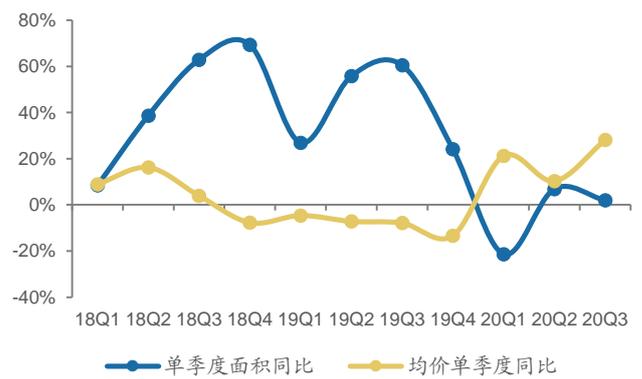
公司下半年计划推货约1700亿, 若按三四季度800亿、900亿的推货量计算, 三季度销售794.6亿基本实现了100%的新推货去化率, 我们预计公司20年可实现20%以上的规模增长。招商蛇口的高增速主要由价格带动, 前三季度销售均价23155元/平, 同比增长19% (同样为前十房企最高)。

图9: 招商蛇口销售单季度及累计同比



数据来源: 公司销售公告, 广发证券发展研究中心

图10: 招商蛇口销售量价同比



数据来源: 公司销售公告, 广发证券发展研究中心

表1: 头部房企20年前9月销售情况一览

证券简称	累计金额 (亿元)	金额累计同比	20目标 (亿元)	完成率	目标剩余 (亿元)	目标剩余同比	面积累计同比	均价累计同比
碧桂园	6383	5.6%	8571	74.5%	2189	18.5%	12.6%	-6.2%
中国恒大	5319	17.4%	6500	81.8%	1181	-20.2%	37.3%	-14.5%
万科A	4928	3.6%	6500	75.8%	1572	1.3%	6.6%	-2.8%
融创中国	3807	3.0%	6000	63.4%	2193	17.4%	7.6%	-4.2%
保利地产	3674	5.9%	4618	79.6%	944	-17.9%	6.6%	-0.6%
中国海外发展	2572	0.9%	3600	71.4%	1028	32.0%	-0.4%	1.3%
绿地控股	2178	-10.7%					-20.0%	11.7%
世茂集团	2012	15.6%	3000	67.1%	988	14.8%	18.3%	-2.2%
华润置地	1910	8.9%	2620	72.9%	710	5.8%	2.5%	6.2%
招商蛇口	1902	17.4%	2500	76.1%	598	2.4%	-1.4%	19.0%
龙湖集团	1863	6.7%	2600	71.7%	737	8.5%	6.1%	0.6%

数据来源: Wind, 克而瑞, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表2: 头部房企全口径销售金额排名一览

销售排名	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020M9
1	万科A	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园						
2	绿城中国	保利地产	中国恒大	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中国恒大	万科A	万科A	万科A	万科A	中国恒大
3	保利地产	绿地控股	绿地控股	保利地产	万达集团	万达集团	绿地控股	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科A
4	中海地产	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	中国恒大	万达集团	绿地控股	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国
5	绿地控股	中国恒大	中海地产	中国恒大	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产
6	中国恒大	绿城中国	万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产
7	华润置地	万达集团	碧桂园	绿城中国	中国恒大	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股
8	富力地产	龙湖集团	龙湖集团	华润置地	华润置地	世茂集团	华润置地	华夏幸福	龙湖集团	新城控股	新城控股	世茂集团
9	世纪金源	碧桂园	华润置地	碧桂园	世茂集团	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂集团	华润置地
10	碧桂园	富力地产	世茂集团	世茂集团	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口
11	金地集团	雅居乐	雅居乐	龙湖集团	融创中国	富力地产	绿城中国	华润置地	绿城中国	世茂集团	龙湖集团	龙湖集团
12	世茂集团	中信地产	绿城中国	招商蛇口	龙湖集团	绿城中国	世茂集团	金地集团	金地集团	招商蛇口	招商蛇口	金地集团

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

13	龙湖集团	金地集团	金地集团	融创中国	金地集团	华夏幸福	金地集团	龙湖集团	新城控股	华夏幸福	阳光城	新城控股
14	中信地产	世茂集团	富力地产	金地集团	中信地产	龙湖集团	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口	阳光城	金地集团	中国金茂
15	雅居乐	华润置地	远洋集团	富力地产	招商蛇口	招商蛇口	龙湖集团	新城控股	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团
16	招商蛇口	远洋集团	中信地产	远洋集团	富力地产	金地集团	富力地产	世茂集团	世茂集团	金地集团	中南置地	阳光城
17	合生创展	复地集团	招商蛇口	雅居乐	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开股份	泰禾集团	绿城中国	金科集团	金科集团
18	远洋集团	招商蛇口	融创中国	宏立城	雅居乐	远洋集团	远洋集团	旭辉集团	中南置地	中南置地	中国金茂	中南置地
19	福建融侨	新城控股	融侨集团	中信地产	远洋集团	九龙仓	中国铁建	富力地产	阳光城	富力地产	中梁控股	中梁控股
20	星河湾	星河湾	华侨城	华夏幸福	中国中铁	金科集团	荣盛发展	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团	华夏幸福	绿城中国

数据来源: Wind, 克而瑞, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

三、保持较高拿地力度，深圳区域占比提升

土地投资方面，公司前三季度累计获取62宗土地，总拿地金额973.6亿元（权益地价658亿元，68%），拿地面积1137.7万方（权益面积747万方，66%）。单季度来看，三季度公司获取土地332.6亿元，拿地面积477.6万方。拿地力度来看，金额口径的拿地力度51.2%，1-3季度拿地力度分别为60%、57%、42%，面积口径的拿地力度1-3季度分别为219%、133%、139%。从货值角度来看，20年前三季度补充货值规模约2152亿元，超过当期销售（1902亿元），整体拿地态度积极。

从结构来看，近7成拿地集中在布局5年以上的城市，前三季度深圳区域拿地占比从5%提升至13%，核心区占比提升；三季度新进入太原一个城市，进入城市节奏放缓；拿地质量有所上升，静态毛利率33%较19年上升2个百分点。

图11: 招商蛇口拿地总价及拿地力度



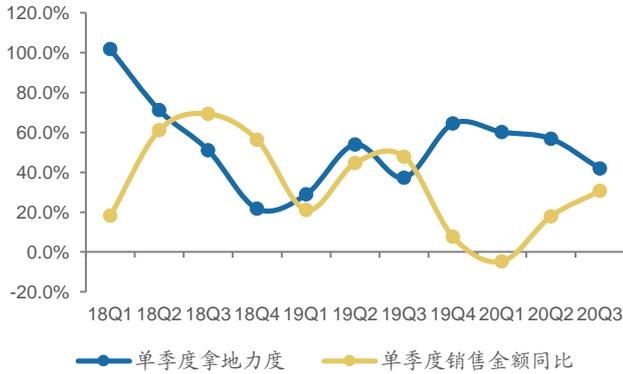
数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 招商蛇口拿地面积及拿地力度



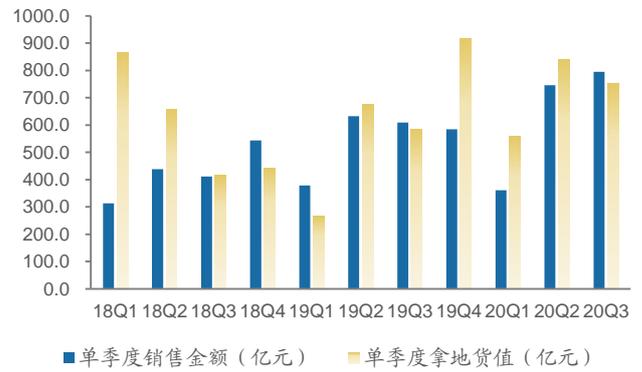
数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 招商蛇口单季度拿地力度及销售增速对比



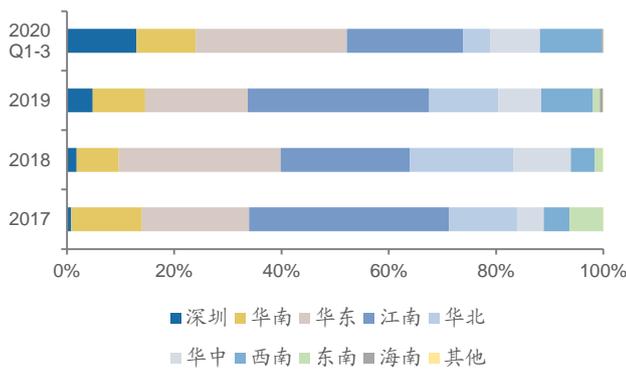
数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图14: 招商蛇口单季度拿地货值及销售金额对比



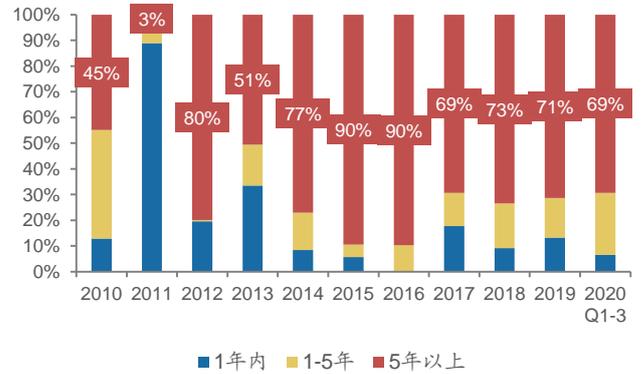
数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图15: 招商蛇口拿地金额分区域占比



数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图16: 拿地金额占比 (按拿地城市布局年限划分)



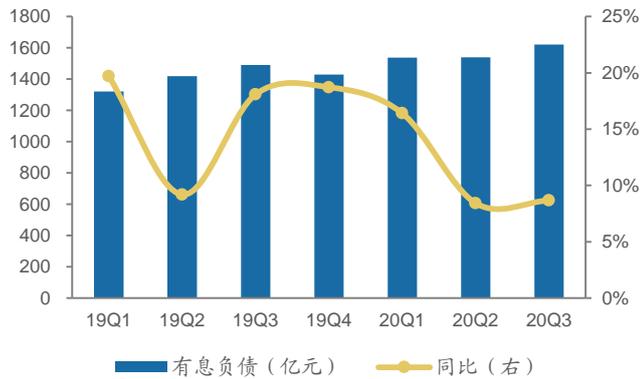
数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

四、现金短债比回升, 整体财务状况稳健

资产负债结构来看, 报告期末公司有息负债规模1620.8亿元, 较二季度末增长5%, 从三条红线指标来看, 净负债率及扣除预收账款的资产负债率分别为40%、59%, 与二季度末基本持平, 位于红线以下, 现金短债比上半年因拿地导致现金减少, 首次降至1以下, 三季度公司放缓拿地节奏加快回款, 现金短债比回升至94%。

值得一提的是, 在三道红线中, 现金短债比是最容易完成的一条线, 截至9月末公司未到期的短融规模为64亿, 若不考虑这部分债务, 或在四季度加快回款维持稳健的拿地力度, 在年末有望实现现金短债比高于100%, 即三条线达标。总体来看, 公司财务状况稳健, 整体资金压力较低。

图17: 招商蛇口有息负债及增速



数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 招商蛇口净负债率情况



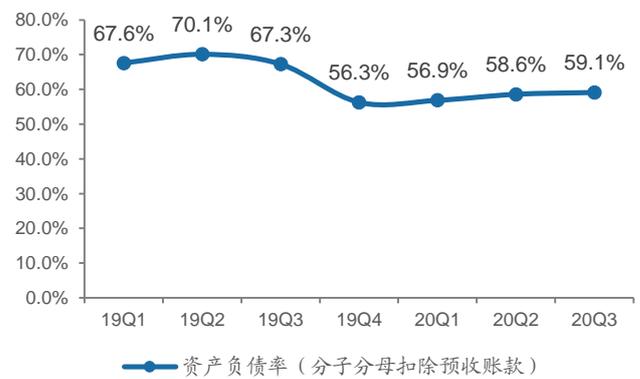
数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 招商蛇口现金短债比



数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 招商蛇口扣除预收账款的资产负债率



数据来源: 公司季报, Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 招商蛇口短融发行情况

短融发行日	规模 (亿元)	期限 (日)	利率	到期日
2018/7/27	30	270	3.74%	2019/4/23
2018/7/31	10	180	3.55%	2019/1/27
2019/1/17	15	120	2.98%	2019/5/17
2019/4/17	35	90	2.80%	2019/7/16
2019/7/11	10	270	3.14%	2020/4/6
2020/2/10	10.0	164	2.7%	2020/7/23
2020/2/24	15.0	240	2.7%	2020/10/23
2020/3/05	19.0	200	2.6%	2020/9/25
2020/3/30	12.5	150	2.2%	2020/8/28
2020/3/30	10.0	144	2.2%	2020/8/21
2020/7/09	30.0	270	2.2%	2021/04/06
2020/9/22	19.0	90	2.8%	2020/12/22

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资评级

20年前三季度公司在高历史基数和结算利润率下滑带来的双重压力下，业绩表现出现下滑。从三季度表现来看，招商蛇口在销售规模、投资拓展、结算业绩、费用管控、财务状况等各方面均表现出良好的能力。今年是招商蛇口的准备年，在组织架构、资源储备、险资入股、战略规划等各方面进行布局。依托深圳区域的优质资产，公司具备长期增长机遇。

我们预计20/21年公司归母净利润分别为166亿元、181亿元，分别增长3%、9%，对应20/21年PE为7.3x、6.7x，我们维持合理价值为23.78元/股不变，对应20年11xPE，维持“买入”评级。

六、风险提示

行业需求端景气度下行，公司去化率水平面临压力；竣工及结算节奏不及预期，公司未来结算毛利率下降；部分资源整售压力较大；地价上升拿地力度不及预期。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	354,436	477,249	582,578	731,928	904,938
货币资金	67,375	75,324	72,016	96,800	124,052
应收及预付	68,467	77,057	91,969	98,325	104,897
存货	210,821	312,207	405,943	524,153	663,340
其他流动资产	7,773	12,662	12,649	12,649	12,649
非流动资产	68,786	140,439	155,656	173,760	194,981
长期股权投资	17,311	26,593	38,513	51,993	68,241
固定资产	3,390	4,608	4,838	5,128	5,436
在建工程	928	819	1,705	2,560	3,391
无形资产	1,261	1,813	1,813	1,813	1,813
其他长期资产	45,895	106,607	108,787	112,266	116,100
资产总计	423,221	617,688	738,233	905,688	1,099,91
流动负债	230,615	295,008	406,551	563,570	742,083
短期借款	16,741	22,170	0	0	0
应付及预收	163,652	225,046	370,731	533,945	716,795
其他流动负债	50,222	47,793	35,820	29,625	25,288
非流动负债	83,744	95,309	75,082	61,447	52,218
长期借款	61,647	68,835	48,184	33,729	23,610
应付债券	16,499	18,276	18,276	18,276	18,276
其他非流动负债	5,598	8,198	8,621	9,442	10,332
负债合计	314,359	390,318	481,633	625,017	794,301
股本	7,904	7,916	7,922	7,922	7,922
资本公积	12,050	13,810	17,126	20,736	24,478
留存收益	48,089	57,236	70,493	84,935	99,903
归属母公司股东权益	75,909	94,845	118,549	136,602	155,312
少数股东权益	32,954	132,525	138,051	144,069	150,306
负债和股东权益	423,221	617,688	738,233	905,688	1,099,91

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,278	97,672	111,885	121,162	126,933
营业成本	53,415	63,829	75,408	81,297	85,596
营业税金及附加	8,324	9,200	6,307	6,913	7,100
销售费用	1,554	2,207	2,859	3,310	3,584
管理费用	1,527	1,729	2,773	3,050	3,330
研发费用	946	1,067	0	0	0
财务费用	2,448	2,773	2,149	1,013	524
资产减值损失	986	2,092	812	234	276
公允价值变动收益	-63	114	120	126	132
投资净收益	6,548	10,231	8,802	7,703	7,799
营业利润	26,613	26,320	30,500	33,176	34,455
营业外收支	-12	-196	0	0	0
利润总额	26,601	26,124	30,500	33,176	34,455
所得税	7,140	7,267	8,395	9,106	9,508
净利润	19,461	18,857	22,105	24,070	24,947
少数股东损益	4,221	2,824	5,526	6,018	6,237
归属母公司净利润	15,240	16,033	16,579	18,053	18,710
EBITDA	24,338	21,823	25,687	27,810	28,613
EPS (元)	1.92	2.02	2.09	2.28	2.36

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10,478	13,812	66,634	59,583	57,208
净利润	19,461	18,857	22,105	24,070	24,947
折旧摊销	880	1,115	1,148	1,216	1,289
营运资金变动	-14,147	-48,333	37,037	38,647	37,092
其它	4,284	42,173	6,344	-4,351	-6,120
投资活动现金流	2,955	-13,158	-8,529	-10,065	-12,827
资本支出	-2,770	-8,108	-3,259	-2,413	-2,483
投资变动	24,241	23,602	-5,270	-7,651	-10,344
其他	-18,516	-28,652	0	0	0
筹资活动现金流	851	16,248	-61,413	-24,735	-17,130
银行借款	71,498	97,135	0	0	0
股权融资	6,117	29,723	0	0	0
其他	-20,477	-26,109	-6,620	-4,084	-2,674
现金净增加额	14,484	16,874	-3,308	24,784	27,252
期初现金余额	42,844	57,329	74,203	70,895	95,679
期末现金余额	57,329	74,203	70,895	95,679	122,930

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	17.0%	10.6%	14.6%	8.3%	4.8%
营业利润增长	28.2%	-1.1%	15.9%	8.8%	3.9%
归母净利润增长	24.7%	5.2%	3.4%	8.9%	3.6%
获利能力					
毛利率	39.5%	34.6%	32.6%	32.9%	32.6%
净利率	22.0%	19.3%	19.8%	19.9%	19.7%
ROE	20.1%	16.9%	14.0%	13.2%	12.0%
ROIC	12.2%	5.5%	7.5%	9.5%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	74.3%	63.2%	65.2%	69.0%	72.2%
净负债比率	45.0%	29.3%	5.9%	-10.8%	-23.6%
流动比率	1.54	1.62	1.43	1.30	1.22
速动比率	0.61	0.55	0.41	0.35	0.30
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.19	0.17	0.15	0.13
应收账款周转率	124.03	65.15	36.75	22.46	16.50
存货周转率	0.28	0.24	0.21	0.17	0.14
每股指标 (元)					
每股收益	1.92	2.02	2.09	2.28	2.36
每股经营现金流	1.33	1.74	8.41	7.52	7.22
每股净资产	9.60	11.98	14.96	17.24	19.60
估值比率					
P/E	7.96	7.56	7.32	6.72	6.48
P/B	1.59	1.28	1.02	0.89	0.78
EV/EBITDA	7.65	10.26	5.31	3.27	1.72

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：研究助理，上海交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 郑日诚：财政部财政科学研究所硕士，2020年进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。