

广电计量 (002967.SZ)

新兴业务成长顺利, 短期压力不改长期趋势

核心观点:

- **新兴业务成长顺利, 传统业务稳健增长:** 公司 2019 年实现收入 15.88 亿元, 同比增长 29.34%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 38.95%, 主要在于收购方圆检测对收购日的长期股权投资按照公允价值进行调整而增加投资收益 1714 万元, 政府补助 2282 万元。公司扣非后净利润 1.29 亿元, 同比增长 20.34%, 符合预期。公司延续“两个高端”市场服务策略, 围绕计量检测技术, 重点开发战略行业及高端大客户。其中, 新兴业务成长顺利, 食品检测收入 1.25 亿元, 同比增长 46.2%, 首次中标监管总局抽检项目; 环保检测收入 1.48 亿元, 同比增长 50.1%, 在基站电磁辐射检测、场地调查、机动车尾气检测等领域快速增长。传统业务方面, 计量业务收入增长 26.35%, 大客户拓展卓有成效; 可靠性与环境试验增长 31.96%, 失效分析及元器件筛选取得突破。
- **人均产值提升, 发展逻辑强化:** 根据年报的披露, 2019 年购建固定资产等支付的现金 4.22 亿元, 小幅下降 0.7%。随着新业务产能的逐步释放, 毛利率改善空间较高, 2019 年食品、环保检测毛利率分别同比提升 9.69、7.22 pct, 发展逻辑不断强化。根据测算, 2019 年公司人均产值 38.1 万元, 生产效率提升显著 (18 年人均产值 31.5 万元)。根据公司技术改造计划公告, 20 年公司资本开支计划 3.28 亿元, 当前公司全国布局基本完成, 资本开支放缓, 有望进入业绩收获期。
- **受疫情冲击, 20Q1 净利润下降明显:** 疫情冲击导致公司及客户复工延迟, 考虑到成本结构中, 员工薪酬、资产折旧等占比较高, 根据公司年报摘要的披露, 预计 Q1 亏损 0.9-1.3 亿元。随着各地加快推动复工复产, 公司业务及订单逐步恢复正常, 大客户合作稳定, 预计 3 月实现当月盈利, 公司市场经营状况将持续向好, 短期压力不改长期趋势。
- **投资建议:** 我们预测公司 20-22 年营业收入分别为 20.38/25.43/31.23 亿元, EPS 为 0.63/0.98/1.44 元/股, 目前股价对应 PE 为 58/38/26x。结合公司的成长速度, 我们在行业平均估值上给予 20% 的溢价, 给予 21 年 PE 估值 43x, 对应合理价值 42.15 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公信力受不利事件影响的风险, 政策和行业标准变动风险, 市场竞争加剧的风险, 业务规模迅速扩大导致的管理风险等。

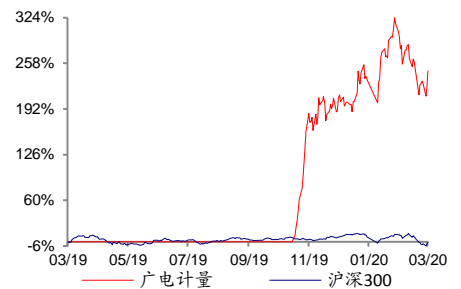
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,228	1,588	2,038	2,543	3,123
增长率 (%)	46.7	29.3	28.3	24.8	22.8
EBITDA (百万元)	291	395	454	595	763
归母净利润 (百万元)	122	169	210	324	475
增长率 (%)	13.5	39.0	23.8	54.6	46.6
EPS (元/股)	0.49	0.51	0.63	0.98	1.44
市盈率 (P/E)	0.00	61.93	58.45	37.82	25.80
市净率 (P/B)	0.00	6.87	7.06	5.95	4.83
EV/EBITDA	1.73	27.46	27.55	20.61	15.47

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	37.07 元
合理价值	42.15 元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-27

相对市场表现



分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

请注意, 罗立波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:

广电计量 (002967.SZ): 预计 2020-02-26

归母净利润增长 39.15%, 各业务齐头并进

广电计量 (002967.SZ): 预计 2020-01-17

业绩 1.45-1.85 亿元, 大客户效果显著

广电计量 (002967.SZ): 通衢 2019-12-13

广陌, 未来可期——迈向综合性检测龙头

联系人: 孙柏阳 021-60750636

sunboyang@gf.com.cn

目录索引

一、传统与新兴共振，业绩稳步增长	4
（一）归母净利润增长 39%，收入稳健增长	4
（二）新兴业务成长顺利，发展逻辑强化	5
二、经营管理：人均产值提升，有望进入业绩红利期	6
（一）人均产值显著提升，资本开支放缓	6
（二）收购方圆广电，打造“一站式”检测服务能力	7
三、强化现金管理，短期疫情冲击不改长期逻辑	9
四、投资建议与风险提示	10

图表索引

图 1: 公司营业收入 (百万元) 及增速	4
图 2: 公司归母净利润 (百万元) 及增速	4
图 3: 公司单季度营业收入 (百万元) 及增速	4
图 4: 公司单季度归母净利润 (百万元) 及增速	4
图 5: 分项业务营业收入 (百万元) 及增速	5
图 6: 分项业务毛利率水平	5
图 7: 公司与 SGS 人均产值对比 (万元/人)	6
图 8: 公司购建固定资产等支付的现金 (百万元)	6
图 9: 食品、环保类检测实验室盈利周期	7
图 10: 广电计量子公司分布	8
图 11: 公司经营性现金流净额及归母净利润 (百万元)	9
图 12: 公司销售商品等收到的现金与营业收入对比 (金额单位: 百万元)	9
图 13: 公司 2019 年营业成本拆分	10
表 1: 2020 年公司资本开支计划	7
表 2: 广电计量各子公司业绩情况梳理 (金额单位: 百万元)	8
表 3: 广电计量可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2020.03.26 收盘)	10

一、传统与新兴共振，业绩稳步增长

(一) 归母净利润增长 39%，收入稳健增长

公司发布年报，2019年实现收入15.88亿元，同比增长29.34%；归母净利润1.69亿元，同比增长38.95%，主要在于收购方圆检测对收购日的长期股权投资按照公允价值进行调整而增加投资收益1714万元，政府补助2282万元。公司扣非后净利润1.29亿元，同比增长20.34%，符合预期。

在成本结构及费用方面，根据年报的披露，2019年营业成本增长36.46%，主要为员工薪酬、运营费用、资产折旧增加较大；税金及附加增长36.13%，研发费用增长42.10%，主要为公司持续增加研发支出提高技术竞争力；财务费用增长62.70%，主要为新增较多借款用于全国实验室技术改造，利息支出增加。

图 1：公司营业收入（百万元）及增速

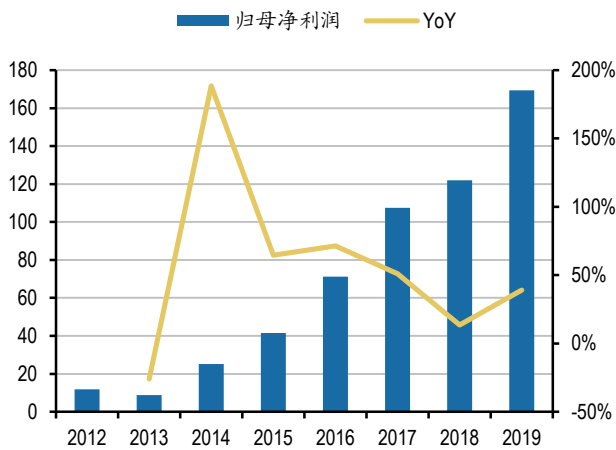
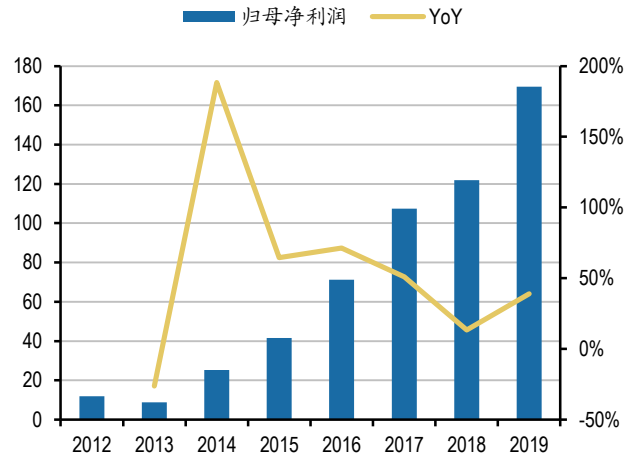


图 2：公司归母净利润（百万元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：公司单季度营业收入（百万元）及增速

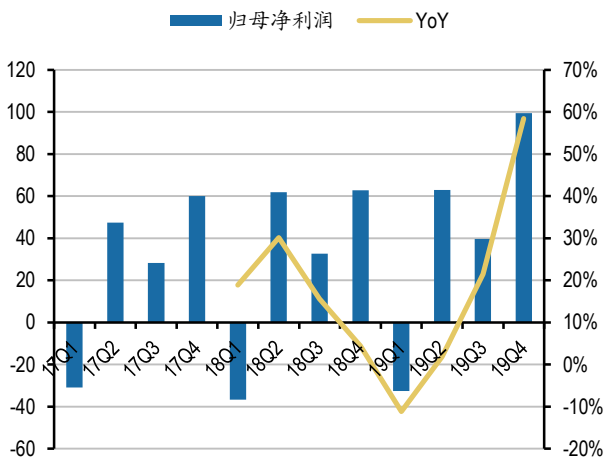
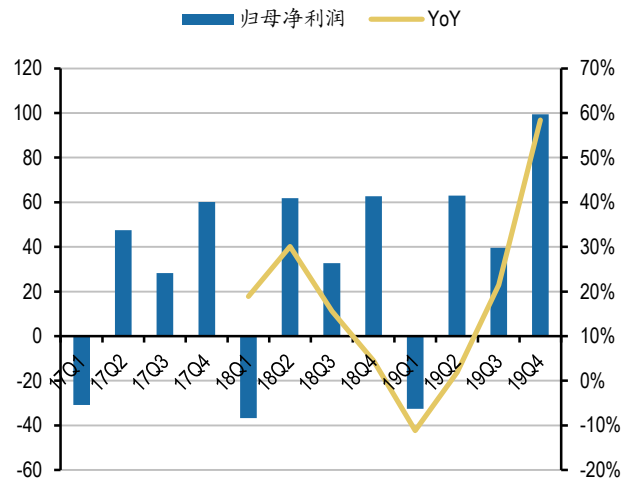


图 4：公司单季度归母净利润（百万元）及增速



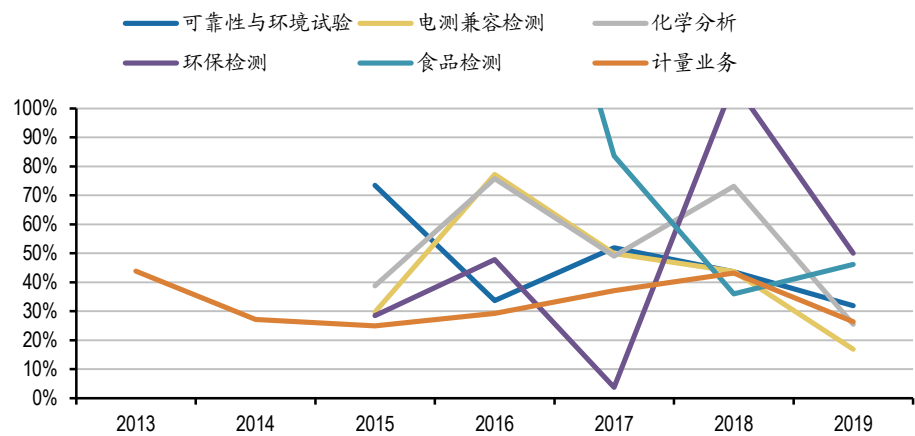
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）新兴业务成长顺利，发展逻辑强化

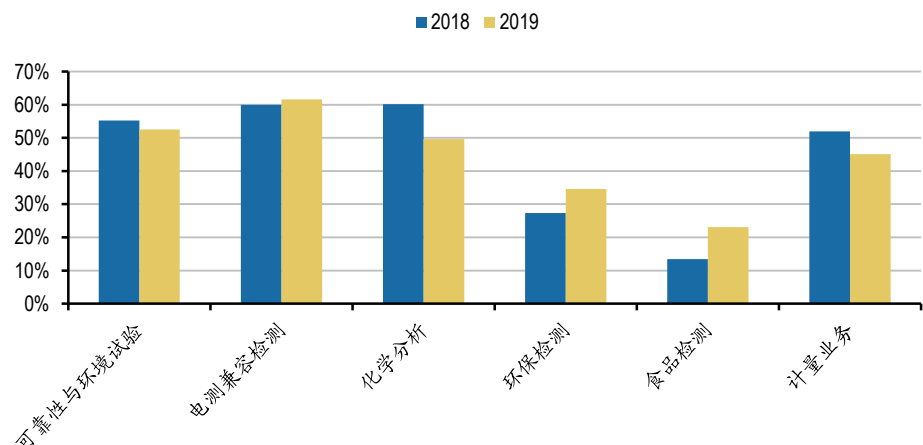
公司延续“两个高端”市场服务策略，围绕计量检测技术，重点开发战略行业及高端大客户。按照业务板块来看，新兴业务成长顺利，其中，食品检测收入1.25亿元，同比增长46.2%，并首次中标监管总局抽检项目；环保检测收入1.48万元，同比增长50.1%，在基站电磁辐射检测、场地调查、机动车尾气检测等领域快速增长。传统业务方面，计量业务收入增长26.35%，大客户拓展卓有成效，仪器校准均价较大提高，行业优势进一步提升；可靠性与环境试验增长31.96%，失效分析及元器件筛选取得突破；电磁兼容检测收入同比增长16.86%，特殊机构整车大部件项目获得较大突破，新增移动试验室、混响室、300kV静电等大型实验室项目；化学分析收入增长25.49%，成功拓展vivo、OPPO、海康威视等知名大客户。公司各项业务齐头并进，新兴业务发展顺利，逻辑不断强化。

图 5：分项业务营业收入（百万元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：分项业务毛利率水平



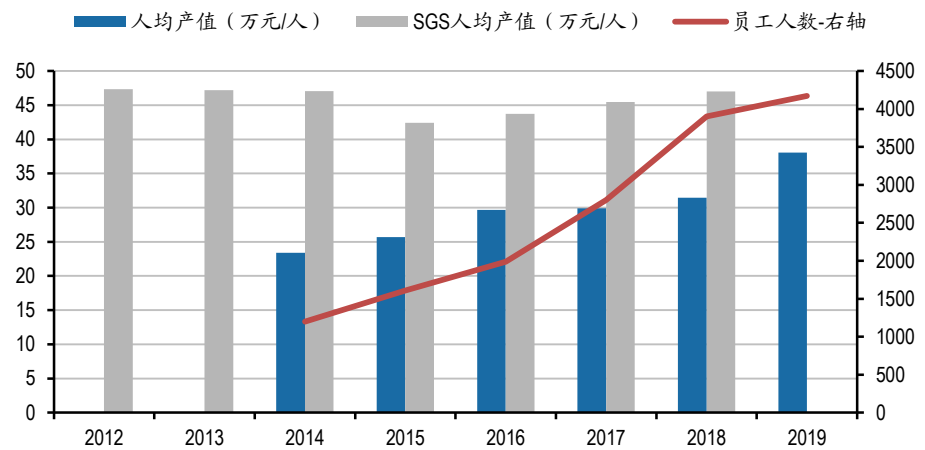
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、经营管理：人均产值提升，有望进入业绩红利期

（一）人均产值显著提升，资本开支放缓

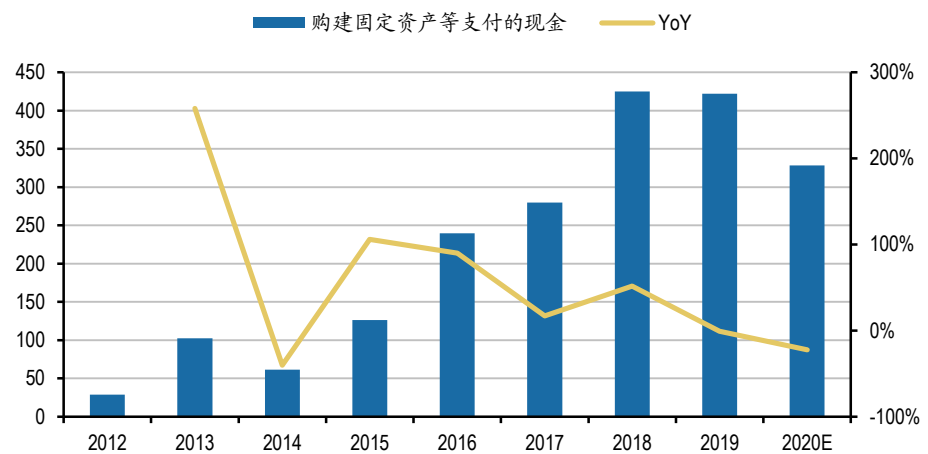
根据年报的披露，2019年购建固定资产等支付的现金4.22亿元，小幅下降0.7%。随着新业务产能的逐步释放，毛利率改善空间较高，2019年食品、环保检测毛利率分别同比提升9.69、7.22 pct。根据测算，2019年公司人均产值38.1万元，生产效率提升显著（18年人均产值31.5万元）。根据公司技术改造计划公告，20年公司资本开支计划3.28亿元，当前公司全国布局基本完成，资本开支放缓。考虑到实验室的盈利周期，新兴业务毛利率的改善有望推动公司进入业绩收获期。

图 7：公司与SGS人均产值对比（万元/人）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：公司购建固定资产等支付的现金（百万元）



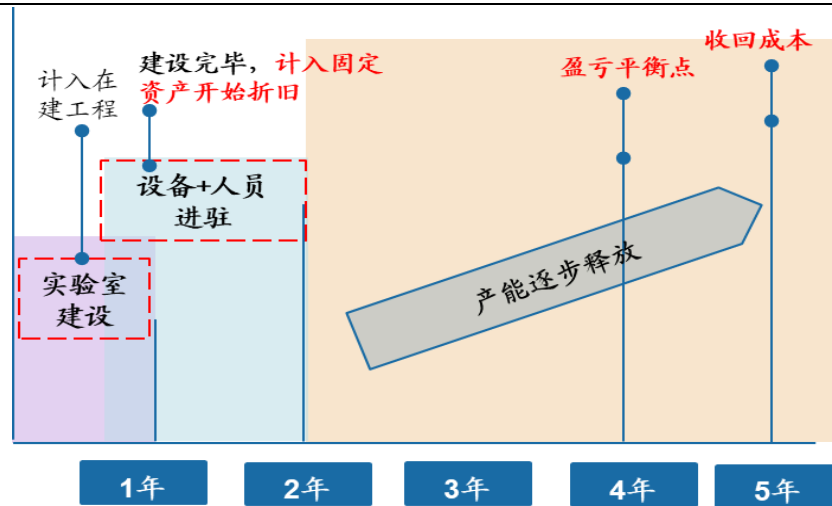
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 1: 2020年公司资本开支计划

序号	技术改造项目	拟投资金
1	华北区域实验室建设	3217
2	东北区域实验室建设	858
3	华东区域实验室建设	6857
4	中南区域实验室建设	16445
5	西南区域实验室建设	3688
6	西北区域实验室建设	1769
合计		32834

数据来源:《关于 2020 年技术改造项目及资金计划的公告》, 广发证券发展研究中心

图 9: 食品、环保类检测实验室盈利周期



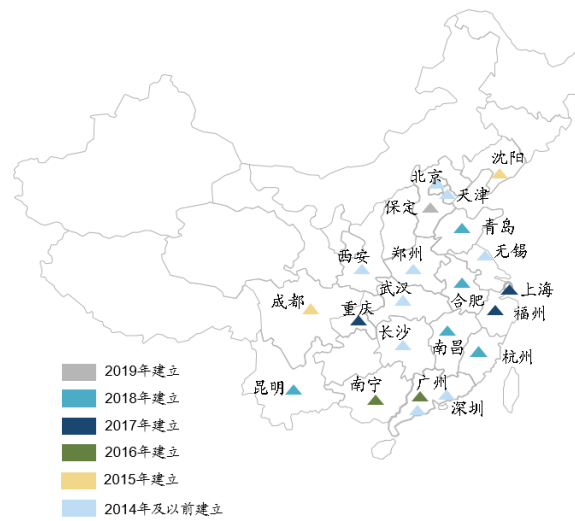
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 收购方圆广电, 打造“一站式”检测服务能力

出于满足不同地域客户的技术需求, 抑或为保证样品的纯净度, 实验室往往具有一定的覆盖半径, 这就要求大型第三方检测机构在各地设立分支机构。公司2016-2019年分别新增子公司2个、3个、6个、2个(2018年收购深圳广电计量, 加上5个设立的子公司, 当年共计新增6个子公司)。这种全国性的布局, 除了能满足各地区域性客户的需求, 也有利于公司统一调配实验室资源, 集中力量承接大客户的订单。

根据年报的披露, 2019年公司新设雄安广电计量, 并对12家区域子公司增加注册资本合计2.60亿元。期中, 公司出资890.28万元收购武汉广电计量30%股权, 实现对武汉广电计量的全资控股; 出资3635.59万元收购方圆广电56%股权, 实现对方圆广电的控股, 直接进入安规检测及认证领域, 加强公司“十三五”发展规划的业务布局, 扩大公司在相关检测领域的影响力, 提升公司“一站式”服务能力。

图 10: 广电计量子公司分布



数据来源: 公司年报、公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 2: 广电计量各子公司业绩情况梳理 (金额单位: 百万元)

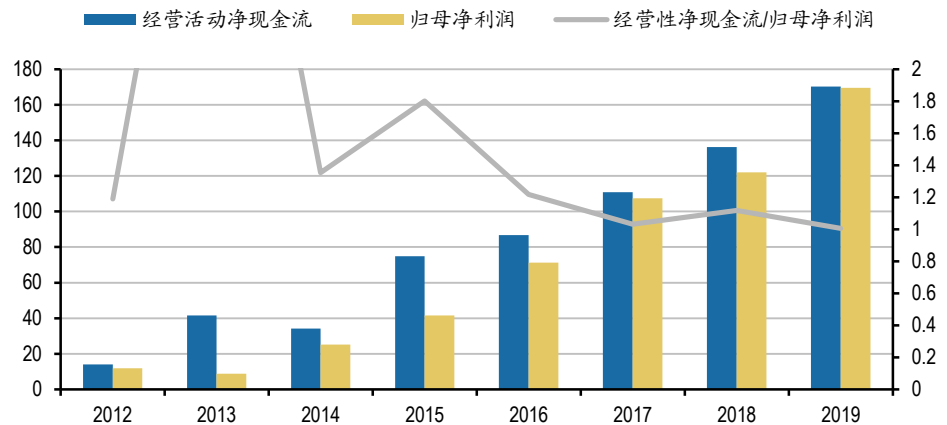
序号	名称	成立时间	营业收入			净利润		
			2018	2019H1	2019	2018	2019H1	2019
1	北京广电计量	2005年4月12日	7138.88	3853.09		985.94	381.61	
2	山峰测控	2009年12月14日	366.03	272.47		-810.49	-544.16	
3	湖南广电计量	2013年2月6日	9968.95	4331.10	12344.84	1335.67	605.76	2226.62
4	无锡广电计量	2013年3月1日	17081.14	7808.48		3001.34	1308.21	
5	天津广电计量	2013年3月18日	5839.37	3113.29		294.97	204.83	
6	武汉广电计量	2014年3月25日	6999.99	4454.94		351.20	312.92	
7	河南广电计量	2014年3月26日	6286.02	2423.40		310.22	13.48	
8	西安广电计量	2014年8月21日	6055.44	2905.04		166.66	-70.19	
9	成都广电计量	2015年3月23日	5301.41	2727.79		-344.82	115.88	
10	沈阳广电计量	2015年6月16日	5989.96	2299.26		199.22	-417.71	
11	九顶软件	2016年3月9日	1065.57	196.92	1230.03	57.81	-135.32	39.72
12	南宁广电计量	2016年12月6日	1592.69	842.26		-539.48	-398.75	
13	福州广电计量	2017年6月6日	695.53	336.18		-359.97	-298.01	
14	上海广电计量	2017年6月27日	3904.98	2507.63		433.39	90.49	
15	重庆广电计量	2017年7月19日	1338.71	621.02		-384.37	-380.69	
16	青岛广电计量	2018年3月2日	1436.10	1496.88		-165.31	186.42	
17	江西广电计量	2018年5月11日	437.82	434.57		-41.92	-67.68	
18	合肥广电计量	2018年5月24日	772.88	800.35		97.00	52.80	
19	深圳广电计量	1999年7月11日	1739.25	1687.72		115.49	347.64	
20	杭州广电计量	2018年10月29日	-	1138.13		-100.66	179.37	
21	昆明广电计量	2018年11月23日	-	2.57		-5.62	-109.17	
22	雄安广电计量	2019年1月21日	-	-		-	-0.11	
23	方圆广电	2015年11月4日						

数据来源: 公司年报、公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

三、强化现金管理，短期疫情冲击不改长期逻辑

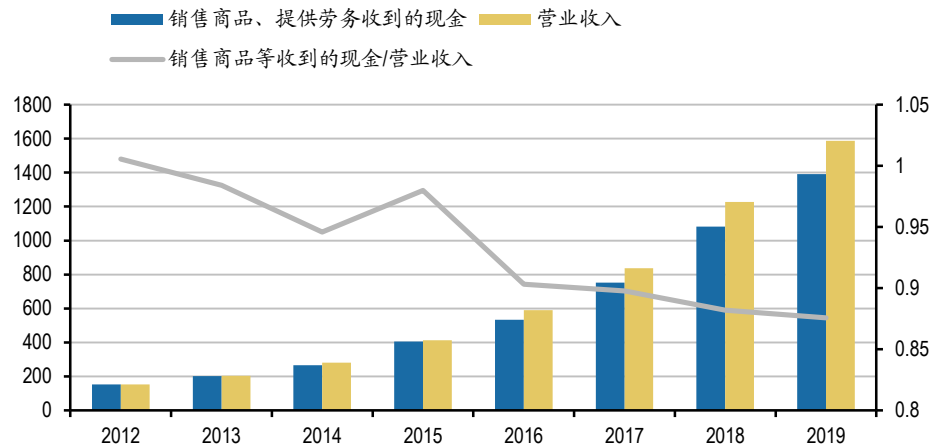
公司近年来保持较好的经营现金流净额，并基本大于当年净利润，显示检测服务行业较高的收款质量。根据年报的披露，2019年公司经营性净现金流1.70亿元，同比增长25%；其中销售商品等收到的现金13.9亿元，小幅低于营业收入。

图 11: 公司经营性现金流净额及归母净利润 (百万元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12: 公司销售商品等收到的现金与营业收入对比 (金额单位: 百万元)

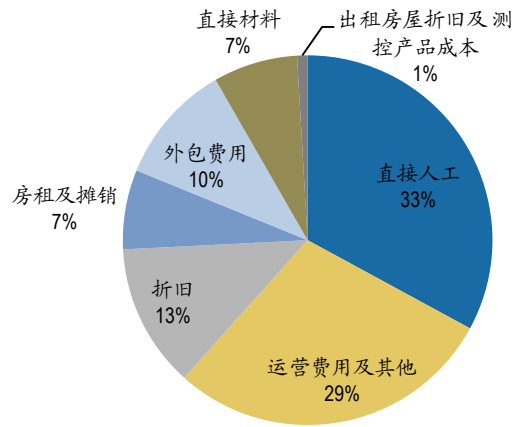


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

疫情冲击影响，20Q1净利润下滑明显。疫情冲击导致公司及客户复工延迟，公司预期20Q1收入减少，主要为需上门服务的计量校准项目，以及需要客户实验室现场目击测试的可靠性与环境试验、电磁兼容检测项目受到影响，导致客户订单延期。考虑到成本结构中，员工薪酬、资产折旧等占比较高，根据公司年报摘要的披露，预计Q1亏损0.9-1.3亿元。

随着各地加快推动复工复产，公司业务及订单逐步恢复正常，大客户合作稳定，预计3月实现当月盈利，公司市场经营状况将持续向好，短期压力不改长期趋势。

图 13: 公司2019年营业成本拆分



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

投资建议：我们预测公司20-22年营业收入分别为20.38/25.43/31.23亿元，EPS为0.63/0.98/1.44元/股，目前股价对应PE为58/38/26x。公司下游客户集中于军工、汽车领域，需求相对稳定。公司计量校准、可靠性与环境试验、电磁兼容检测的优势较大，传统业务有望保持持续、稳定的发展；环保、食品检测展现出优异的成长性，业绩有望快速增长。

同行可比公司2021年平均PE估值为36x，其中华测检测主要业务包括生命科学、工业皮、消费品检测等，是国内综合性第三方检测龙头；数字认证主营电子认证服务；金域医学是医学检测龙头。考虑到公司新兴业务食品、环保检测产能逐步释放，以及资本开支放缓后财务费用压力释放，其业绩未来的成长性较好。结合公司的成长速度，我们在行业平均估值上给予20%的估值溢价，给予公司21年PE估值43x，对应合理价值42.15元/股，维持“买入”评级。

表 3: 广电计量可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2020.03.26收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	货币	市值/亿元	净利润（百万元）			PE估值水平		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华测检测	300012.SZ	生命科学检测、工业品检测、消费品检测、贸易保障检测	RMB	253.10	474.00	599.00	755.00	53.40	42.25	33.52

数字认证	300579.SZ	电子认证服务及产品	RMB	71.15	98.53	139.15	203.05	72.22	51.13	35.04
金城医学	603882.SH	医学检测	RMB	261.27	409.76	527.12	688.04	63.76	49.57	37.97

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 华测检测盈利预测来源于广发证券, 数字认证 2019 年净利润来源于年报, 其余盈利预测来源于 Wind 一致预期。

风险提示:

公信力和声誉受不利事件影响的风险: 公司作为独立第三方检验检测服务机构进行经营活动, 公信力是生存和发展的根本, 也是取得检测服务订单的重要原因。一旦因某个事件发生公信力、品牌和声誉受损的事件, 将严重影响客户的选择。

政策和行业标准变动风险: 检测服务业是政策导向较强的行业, 近年快速发展得益于政府对行业的行政监管逐步开放、市场化程度逐步提高。现有产业政策、行业资质认证标准、市场准入规则和行业标准的调整, 可能出现局部的不利于行业市场化发展的政策和规定, 将对公司的经营发展产生不利影响。

市场竞争加剧的风险: 我国检验检测服务机构数量众多, 市场集中度相对较低, 行业内市场竞争将日趋激烈。面对激烈市场竞争, 公司可能存在较难开拓新市场且既有市场份额被竞争对手挤占的风险。

业务规模迅速扩大导致的管理风险: 2016-2018年公司收入规模年均复合增长率为 44.29%。随着公司规模迅速扩大, 分支机构不断增多, 公司的管理体系将日趋复杂, 运营难度增大, 客观上对公司在财务管理、人员管理、技术开发、市场开拓等方面提出了更高的要求。

骨干员工流失的风险: 检验检测服务业属于知识密集型行业, 优秀的管理人员、技术人员及市场人员对于公司的管理水平、技术研发、业务拓展起着关键作用。若人才竞争加剧导致公司难以持续吸纳优秀人才, 流失骨干员工, 公司的经营发展将受到不利影响。

宏观经济大幅波动对于需求的影响: 检测行业涉及下游领域较多, 与国民经济息息相关, 若宏观经济出现较大幅度的波动, 对于行业需求可能造成重大不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	945	1,477	2,526	2,082	2,396	经营活动现金流	136	170	448	500	643
货币资金	315	526	1,500	900	1,039	净利润	123	170	214	331	485
应收及预付	538	828	864	1,007	1,150	折旧摊销	111	158	172	200	221
存货	8	5	14	16	19	营运资金变动	-148	-204	-35	-101	-112
其他流动资产	84	119	149	158	187	其它	50	46	97	70	49
非流动资产	1,061	1,429	1,343	1,345	1,276	投资活动现金流	-483	-461	-115	-191	-146
长期股权投资	110	107	107	107	107	资本支出	-425	-422	-297	-201	-151
固定资产	668	964	1,098	1,105	1,040	投资变动	-60	-42	0	0	0
在建工程	1	1	3	5	7	其他	1	3	182	10	5
无形资产	24	35	29	23	16	筹资活动现金流	363	501	641	-909	-357
其他长期资产	259	321	105	105	105	银行借款	260	0	1,056	-841	-319
资产总计	2,006	2,906	3,869	3,427	3,672	股权融资	0	582	0	0	0
流动负债	958	1,109	2,046	1,274	1,034	其他	103	-81	-414	-68	-39
短期借款	661	604	1,660	819	500	现金净增加额	16	211	974	-600	139
应付及预收	71	199	225	256	306	期初现金余额	298	314	526	1,500	900
其他流动负债	226	306	162	199	228	期末现金余额	314	525	1,500	900	1,039
非流动负债	250	268	80	80	80						
长期借款	33	80	80	80	80						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	217	188	0	0	0						
负债合计	1,208	1,377	2,126	1,353	1,113						
股本	248	331	331	331	331						
资本公积	260	742	742	742	742						
留存收益	285	454	664	988	1,463						
归属母公司股东权益	792	1,526	1,736	2,060	2,535						
少数股东权益	6	2	7	13	23						
负债和股东权益	2,006	2,906	3,869	3,427	3,672						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,228	1,588	2,038	2,543	3,123
营业成本	624	851	1,057	1,276	1,510
营业税金及附加	3	5	6	8	9
销售费用	208	225	326	407	500
管理费用	85	90	122	153	187
研发费用	128	181	245	305	375
财务费用	40	65	52	45	21
资产减值损失	18	-2	25	14	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	30	15	10	5
营业利润	124	174	225	351	515
营业外收支	6	3	3	1	1
利润总额	130	176	228	352	516
所得税	7	7	14	21	31
净利润	123	170	214	331	485
少数股东损益	1	0	4	7	10
归属母公司净利润	122	169	210	324	475
EBITDA	291	395	454	595	763
EPS (元)	0.49	0.51	0.63	0.98	1.44

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	46.7%	29.3%	28.3%	24.8%	22.8%
营业利润增长	10.2%	40.2%	29.2%	56.2%	46.7%
归母净利润增长	13.5%	39.0%	23.8%	54.6%	46.6%
获利能力					
毛利率	49.2%	46.4%	48.1%	49.8%	51.7%
净利率	10.0%	10.7%	10.5%	13.0%	15.5%
ROE	15.4%	11.1%	12.1%	15.7%	18.7%
ROIC	13.1%	12.1%	13.4%	17.9%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	47.4%	55.0%	39.5%	30.3%
净负债比率	40.7%	29.9%	45.0%	26.2%	15.8%
流动比率	0.99	1.33	1.23	1.63	2.32
速动比率	0.96	1.31	1.21	1.60	2.26
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.65	0.60	0.70	0.88
应收账款周转率	2.92	2.39	2.43	2.61	2.81
存货周转率	86.99	128.27	76.04	77.66	79.35
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.51	0.63	0.98	1.44
每股经营现金流	0.55	0.51	1.36	1.51	1.94
每股净资产	3.19	4.62	5.25	6.23	7.67
估值比率					
P/E	0.00	61.93	58.45	37.82	25.80
P/B	0.00	6.87	7.06	5.95	4.83
EV/EBITDA	1.73	27.46	27.55	20.61	15.47

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富机械行业第一名。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：高级分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，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。